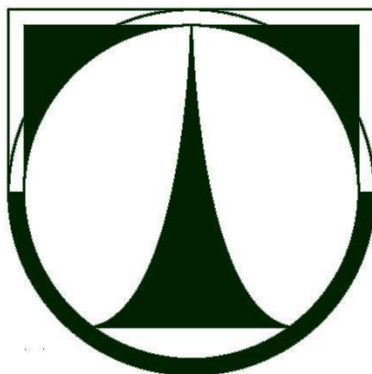


**TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI**

**Ekonomická fakulta**



**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**2012**

**Přemysl Karban**

Technická univerzita v Liberci  
Ekonomická fakulta

Studijní program: **N 6208 – Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Podniková ekonomika**

**Příčiny finanční krize a její projevy ve světové ekonomice a v EU  
s implikacemi pro podnikatelskou sféru**

**Causes of the Financial Crisis and Consequences for World and EU  
Economy with Implications for Business Sphere**

DP – EF – KEK – 2012 – 32  
Přemysl Karban

Vedoucí práce: prof. Ing. Jiří Fárek, CSc., katedra ekonomie  
Konzultant: Ing. Aleš Kocourek, Ph.D., katedra ekonomie

Počet stran: 92 Počet příloh: 0

Datum odevzdání: 4. května 2012

## **Prohlášení**

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci dne 4. května 2012

Přemysl Karban

## **Poděkování**

Rád bych poděkoval prof. Ing. Jiřímu Fárkovi, CSc. za jeho odborné vedení a cenné připomínky, kterými přispěl k vypracování této diplomové práce.

## **Anotace**

Předmětem diplomové práce je analýza příčin a dopadů celosvětové finanční krize, která měla svůj počátek v USA v roce 2007. Práce je rozdělena do pěti základních částí. První, čistě teoretická, se zabývá vymezením pojmu finanční krize. Druhá, nejrozsáhlejší kapitola, je věnována analýze konkrétních příčin, které ke vzniku poslední globální finanční krize vedly. Třetí kapitola popisuje situace spojené s propuknutím a průběhem krize. Ve čtvrté kapitole jsou rozebrány dopady finanční krize na reálnou ekonomiku USA a EU. Preventivní opatření, jimiž by se omezilo opakování krizových jevů v budoucnosti, jsou obsahem poslední kapitoly.

## **Klíčová slova**

Finanční krize, úvěrová expanze, nemovitostní bublina, sekuritizace, CDO.

## **Annotation**

The subject of this thesis is to analyze causes and impacts of the global financial crisis, which had its origin in the U.S. in 2007. The work is divided into five basic parts. The first, purely theoretical part, deals with the specification of the financial crisis. The second, the longest chapter, is devoted to the analysis of specific causes that have led to recent global financial crisis. The third chapter describes situations associated with the onset and course of the crisis. In the fourth chapter the impact of financial crisis on the real economy of U.S. and EU is discussed. Preventive measures, that would reduce the recurrence of crisis phenomena in the future, are included in the last chapter.

## **Key Words**

Financial crisis, credit expansion, housing bubble, securitization, CDO.

# Obsah

<b>SEZNAM ZKRATEK .....</b>	<b>12</b>
<b>SEZNAM TABULEK .....</b>	<b>13</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>14</b>
<b>ÚVOD .....</b>	<b>16</b>
<b>1. FINANČNÍ KRIZE A JEJÍ OBECNÉ PŘÍČINY .....</b>	<b>17</b>
<b>1.1 Definice finanční krize .....</b>	<b>17</b>
<b>1.2 Obecné příčiny finančních krizí .....</b>	<b>17</b>
1.2.1 Nadměrná úvěrová expanze, spekulace .....	18
1.2.2 Nadměrná finanční liberalizace .....	18
1.2.3 Splasknutí cenové bubliny .....	19
1.2.4 Selhání trhu .....	20
1.2.5 Institucionální nedokonalosti ekonomického systému .....	21
1.2.6 Ekonomická recese .....	22
<b>2. PŘÍČINY FINANČNÍ KRIZE 2008 - 2009 .....</b>	<b>23</b>
<b>2.1 Globalizace .....</b>	<b>23</b>
<b>2.2 Deregulace a liberalizace .....</b>	<b>25</b>
2.2.1 Gram-Leach-Bliley Act .....	26
2.2.2 Liberalizace pravidel poskytování úvěrů .....	27
2.2.3 Nedostatečná činnost regulátorů .....	28
<b>2.3 Splasknutí Dot.com bubliny .....</b>	<b>29</b>
<b>2.4 Úvěrová expanze .....</b>	<b>33</b>
2.4.1 Dluh domácností .....	35

2.4.2	Zadlužování finančních institucí .....	36
2.4.3	Zadlužování v Evropě.....	38
<b>2.5</b>	<b>Hypoteční zadlužování v USA .....</b>	<b>40</b>
2.5.1	Subprime hypotéky.....	41
2.5.2	Nemovitostní rozmach v USA.....	41
<b>2.6</b>	<b>Nafouknutí hypoteční bubliny .....</b>	<b>44</b>
2.6.1	Ekonomické bublina obecně.....	44
2.6.2	Růst cen nemovitostí, nafouknutí hypoteční bubliny v USA .....	45
<b>2.7</b>	<b>Sekuritizace .....</b>	<b>48</b>
2.7.1	Zajištěné dluhové obligace .....	51
2.7.2	Sekuritizace v Evropě.....	54
<b>2.8</b>	<b>Selhání ratingových agentur .....</b>	<b>56</b>
<b>2.9</b>	<b>Shrnutí.....</b>	<b>57</b>
<b>3.</b>	<b>PROPUKNUTÍ A PRŮBĚH KRIZE.....</b>	<b>59</b>
<b>3.1</b>	<b>Pokles poptávky po nemovitostech v USA, pokles cen.....</b>	<b>59</b>
<b>3.2</b>	<b>Problémy s nesplácením hypoték v USA .....</b>	<b>62</b>
<b>3.3</b>	<b>Klesající hodnota cenných papírů.....</b>	<b>64</b>
<b>3.4</b>	<b>Krachy finančních institucí .....</b>	<b>64</b>
<b>4.</b>	<b>DOPADY FINANČNÍ KRIZE .....</b>	<b>68</b>
<b>4.1</b>	<b>Dopady na Spojené státy americké .....</b>	<b>69</b>
4.1.1	Akciové trhy .....	69
4.1.2	Hrubý domácí produkt.....	70
4.1.3	Nezaměstnanost .....	72



<b>4.2</b>	<b>Dopady na Evropskou unii .....</b>	<b>73</b>
4.2.1	Hrubý domácí produkt.....	73
4.2.2	Nezaměstnanost .....	74
4.2.3	Akciové trhy .....	74
<b>4.3</b>	<b>Dopady na Českou republiku .....</b>	<b>75</b>
4.3.1	Hrubý domácí produkt.....	76
4.3.2	Nezaměstnanost .....	77
4.3.3	Akciové trhy .....	78
<b>5.</b>	<b>PREVENCE FINANČNÍ KRIZE .....</b>	<b>79</b>
<b>5.1</b>	<b>Přísnější pravidla pro banky, regulace finančního sektoru.....</b>	<b>79</b>
<b>5.2</b>	<b>Zpřísnění dohledu nad ratingovými agenturami, kvalitnější ratingy .....</b>	<b>81</b>
<b>5.3</b>	<b>Finanční vzdělávání.....</b>	<b>82</b>
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>84</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>86</b>

## Seznam zkratek

ABS	Cenné papíry podložené aktivy ( <i>Asset-Backed Securities</i> )
ARM	Hypotéka s pohyblivou úrokovou sazbou ( <i>Adjustable-Rate Mortgage</i> )
CDO	Zajištěné dluhové obligace ( <i>Collateralized Debt Obligation</i> )
CDS	Swap úvěrového selhání ( <i>Credit Default Swap</i> )
CRA	Community Reinvestment Act
DJI	Akciový index Dow Jones ( <i>Dow Jones Industrial Average Index</i> )
EU	Evropská unie
EUR	Euro
FED	Federální rezervní systém ( <i>Federal Reserve System</i> )
GSPC	Akciový index Standard&Poor's ( <i>Standard&amp;Poor's 500 Index</i> )
HDP	Hrubý domácí produkt
IXIC	Index Nasdaq Composite
MBS	Dluhové papíry zajištěné hypotékami ( <i>Mortgage Backed Securities</i> )
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj ( <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> )
SPE	Speciální účelová jednotka ( <i>Special Purpose Entity</i> )
USA	Spojené státy americké ( <i>United States of America</i> )
USD	Americký dolar ( <i>United States Dollar</i> )

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Technologická bublina a její splasknutí (v procentech).....	30
Tabulka 2: Podíl dluhu domácnosti na disponibilních příjmech .....	35
Tabulka 3: Ústřední ručitelé produktů CDOs.....	53
Tabulka 4: Objem sekuritizovaných aktiv pro vybrané evropské země (v mld. EUR).....	55
Tabulka 5: Výše exportu ČR (v mld. Kč).....	63
Tabulka 6: Přehled velkých finančních institucí zasažených finanční krizí v roce 2008....	66
Tabulka 7: Výše exportu ČR (v mld. Kč).....	76

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Vývoj indexu NASDAQ Composite.....	31
Obrázek 2: Základní úroková sazba FEDu, konec roku (v procentech).....	32
Obrázek 3: Meziroční změna HDP USA (v procentech) .....	32
Obrázek 4: Vývoj celkového zadlužení a HDP Spojených států (v miliardách USD).....	33
Obrázek 5: Celková míra zadlužení ve Spojených státech jako procentuální podíl z HDP (v procentech) .....	34
Obrázek 6: Vývoj celkového, hypotečního a spotřebitelského dluhu v USA (v mld. USD) .....	36
Obrázek 7: Skladba zadluženosti v USA v roce 1975 a 2005 .....	37
Obrázek 8: Meziroční růst objemu úvěrů nebankovním subjektům, eurozóna (v procentech) .....	39
Obrázek 9: Meziroční růst úvěrů na bydlení v eurozóně (v procentech) .....	39
Obrázek 10: Počet prodaných rodinných domů v USA (v tisících) .....	42
Obrázek 11: Historické hypoteční úrokové sazby u hypoték v USA (v procentech).....	43
Obrázek 12: Celkový hypoteční dluh a hypoteční dluh domácností v USA (v mld. USD)	44
Obrázek 13: Průměrná prodejní cena nového rodinného domu v USA (v USD) .....	46
Obrázek 14: Nominální hodnota nemovitostí vlastněných domácnostmi (v mld. USD) ....	47
Obrázek 15: Schéma sekuritizace.....	49
Obrázek 16: Objem globálně vydaných CDOs (v mld. USD) .....	52
Obrázek 17: Emitované CDOs podle účelu emise (v mil. USD) .....	54
Obrázek 18: CDOs vydané v Evropě (v mil. USD) .....	55
Obrázek 19: Základní úroková sazba FEDu (měsíčně, v procentech) .....	59
Obrázek 20: Hypoteční úrokové sazby v USA (v procentech) .....	60
Obrázek 21: Počet prodaných rodinných domů v USA (v tisících) .....	61
Obrázek 22: Case-shiller home price index.....	61
Obrázek 23: Vývoj indexu NASDAQ Composite, S&P 500 a Dow Jones.....	70
Obrázek 24: Vývoj osobní spotřeby v USA (v procentech).....	71
Obrázek 25: Meziroční růst reálného HDP, USA (v procentech) .....	72
Obrázek 26: Míra nezaměstnanosti, USA (v procentech) .....	72

Obrázek 27: Meziroční růst reálného HDP, EU (v procentech).....	73
Obrázek 28: Míra nezaměstnanosti, EU (v procentech).....	74
Obrázek 29: Vývoj indexu Dow Jones EURO STOXX 50.....	75
Obrázek 30: Meziroční růst reálného HDP, Česká republika (v procentech) .....	77
Obrázek 31: Míra nezaměstnanosti, Česká republika (v procentech) .....	77
Obrázek 32: Vývoj indexu Pražské burzy .....	78

## Úvod

S následky finanční krize, která naplno propukla v roce 2008, se setkáváme ještě v současnosti. Její původ můžeme sledovat ve Spojených státech amerických, kde začala jako lokální krize na hypotečním trhu již v průběhu roku 2007. Americká hypoteční krize přerostla v krizi bankovní, která postihla zejména USA a vyspělé státy západní Evropy, jejichž banky se nejvíce podílely na obchodu s toxickými aktivy. Během roku 2009 jsou však dopady finanční krize, která je označována za největší hospodářskou katastrofu od dob Velké hospodářské krize ve 30. letech minulého století, pozorovatelné již téměř po celém světě. Tato globální finanční krize se tak skrze problémy finančního sektoru přeměnila v celosvětovou hospodářskou recesi a stala se tak jasným důkazem provázanosti jednotlivých světových ekonomik.

Cílem této práce je analyzovat jak dlouhodobé příčiny této krize, tak i krátkodobé faktory, které působily jako roznětka. Zanalyzovat a popsat její průběh společně s dopady na reálnou ekonomiku a v samém závěru rozebrat preventivní opatření, které by měly zabránit ve vzniku finanční krize podobného charakteru v budoucnosti. Důraz je kladem především na rozmezí let 2007-2009, kdy finanční krize začala a zároveň nejvíce ovlivnila celosvětovou hospodářskou situaci.

V první části práce je definován pojem finanční krize, zároveň jsou zde popsány některé základní teorie objasňující původ finanční krize. Druhá kapitola se již zabývá analýzou jednotlivých příčin, které tuto poslední finanční krizi způsobily. Třetí část práce je zaměřena na události na samém počátku krize a její průběh v čele s rozбором problémů jednotlivých finančních společností. Analýza dopadů je úkolem čtvrté kapitoly, kde je rozebrán vývoj jednotlivých makroekonomických ukazatelů v USA a EU. Poslední kapitola nabízí jednotlivá preventivní protikrizová opatření.

# 1. Finanční krize a její obecné příčiny

## 1.1 Definice finanční krize

V odborné literatuře se můžeme setkat s mnoha různorodými definicemi a není neobvyklé, že si různí autoři pod pojmem finanční krize představují naprosto odlišný obsah a to zejména kvůli složitosti tohoto problému. Obecně lze finanční krizi definovat jako významnou poruchu na finančních trzích, která se mimo jiné projevuje výrazným poklesem cen aktiv a krachy mnoha finančních i nefinančních společností. Petr Musílek ve svém článku současnou globální finanční krizi definuje jako *„výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému.“*<sup>1</sup>

## 1.2 Obecné příčiny finančních krizí

Existuje hned několik obecných příčin, které mohou vést k propuknutí finanční krize. Mezi tyto patří zejména nadměrná úvěrová expanze, chybná makroekonomická politika, nadměrná finanční liberalizace, finanční panika, splasknutí cenové bubliny, selhání trhu, nadměrný příliv zahraničního kapitálu, institucionální nedokonalosti ekonomiky, ekonomická recese a strukturální problémy a multi-faktorová krize.

---

<sup>1</sup> MUSÍLEK, P. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis* [online], Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 4, č. 4, s. 6-20 [vid. 2012-04-14]. ISSN 1802-2200. Dostupné z: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf).

### **1.2.1 Nadměrná úvěrová expanze, spekulace**

Valná většina ekonomů považuje za hlavní důvod vzniku finančních krizí právě nadměrnou úvěrovou expanzi. V ekonomice nejdříve dojde k určité exogenní události (může jít třeba o nový vynález), který vytváří nové investiční příležitosti. Některé subjekty začnou střizlivě spekulovat a růst poptávky podnítl růst cen. Růst cen spojený s optimismem přiláká další investory, kteří se rozhodli spekulovat za účelem kapitálových zisků, tato nadměrná spekulace je časem dosáhne obřích rozměrů a stále více investic je financováno dluhovým způsobem. Dochází tak k ještě větší podpoře poptávky a spekulací formou bankovní úvěrové politiky, rostoucí spekulace v důsledku zapříčiní další vzestup cen aktiv a vznik cenové bubliny. Lépe informované subjekty jsou si v určité chvíli dobře vědomi, že aktiva jsou nadhodnocena a začnou je tedy prodávat, čímž odstartují pokles jejich cen. K dalšímu prudkému poklesu cen dochází poté, co se předlužené ekonomické subjekty dostávají do finanční tísně, nejsou schopny splácet své závazky a dochází k dalšímu masivnímu prodeji v minulosti nadhodnocených aktiv. Tím, jak jednotlivé subjekty nesplácejí své závazky, se bankám zhoršuje kvalita úvěrového portfolia. Mnoho bank trpí insolventností, dochází ke ztrátě důvěry a zamrznutí úvěrového trhu. Následuje další pokles cen aktiv, roste nezaměstnanost a klesá reálný produkt ekonomiky, dochází k bankrotům mnoha institucí. Postupně se finanční krize rozšiřuje i na mezinárodní finanční trhy a to zejména pokud mají postižené banky mezinárodně diverzifikované úvěrové portfolio.<sup>2</sup>

### **1.2.2 Nadměrná finanční liberalizace**

Nadměrná liberalizace finančního systému je považována za jeden z hlavních faktorů, které mohou vést k budoucí finanční krizi. Do problémů spojených s krizí v bankovním

---

<sup>2</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.



sektoru se kvůli finanční liberalizaci dostávají především transformující se a rozvojové ekonomiky.<sup>3</sup>

V průběhu liberalizace dochází ke zrušení regulatorních nástrojů a dohledových orgánů. Finanční instituce musí v nově liberalizovaných ekonomikách čelit mnoha novým rizikům. Zároveň velmi často dochází k vzniku a rozvoji nových investičních projektů, které jsou spojeny se zvýšenou poptávkou po úvěrovém financování. Růst investic a optimistická očekávání a samotný ekonomický růst zvyšují poptávku po aktivech, jakými jsou především akcie a nemovitosti a tím i jejich ceny. Zároveň pevný měnový kurz podněcuje příliv zahraničního kapitálu. Banky s vidinou zlepšení svého postavení na trhu provádějí expanzivní úvěrovou politiku a vzhledem k nízké regulaci a liberalizaci je jim umožněno poskytovat úvěry stále více rizikovým subjektům. Tímto způsobem postupně dochází k zhoršování úvěrového portfolia bank a mnohé z nich se potýkají s finanční ztrátou. Vzhledem k nedostatečnému dohledu nad finančním systémem, nedostatečným informacím a nízké regulaci je však bankám a dalším institucím umožněno své finanční problémy skrývat. Při odhalení slabosti bankovního systému však dochází k prudkému odlivu zahraničního kapitálu a reálnému znehodnocení měny domácí země. Výsledkem je měnová krize, která vede k insolventnosti finančních i nefinančních institucí, zhoršení kvality aktiv banky a krizi celého finančního systému.<sup>4</sup>

### **1.2.3 Splasknutí cenové bubliny**

Tzv. splasknutí cenové bubliny je jednou z hlavních příčin soudobé finanční krize. Cenová bublina obvykle vznikne, pokud na určitém trhu dojde k masivnímu růstu cen aktiv, například nemovitostí nebo akcií, kdy výraznou úlohu hraje spekulace. Ceny aktiv jsou pak vyšší a neodpovídají fundamentálním hodnotám, dosahované zisky lákají další investory, celá situace je podtržena optimistickým očekáváním, roste poptávka a dochází k dalšímu

---

<sup>3</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

<sup>4</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

nadměrnému růstu cen. Samotných příčin vzniku cenové bubliny je několik, můžeme mezi ně zařadit zejména expanzivní úvěrovou politiku poskytující levné peníze, spekulativní nákupy a optimistická očekávání.<sup>5</sup>

Ekonomové K. Blanchard a M. Watson považují za příčinu vzniku racionální bubliny situaci, kdy jsou aktiva nakupována za vyšší cenu, než jsou jejich správné hodnoty. Investory zároveň pohání víra v další růst cen a vidina budoucích kapitálových zisků. Při splasknutí bubliny dochází k prudkému poklesu cen aktiv a tento pokles obvykle následně spustí hlubokou finanční krizi.<sup>6</sup>

#### 1.2.4 Selhání trhu

Řada ekonomů vidí potenciální příčinu finanční krize v tržním selhání finančního systému. Vzhledem k tomu, že v realitě tržní mechanismus nefunguje neoklasicky optimálně, na finančních trzích tak může docházet k tržním selháním. Zejména se zde můžeme setkat s výskytem informační asymetrie, kdy ne všichni účastníci na trhu mají dokonalé informace nebo nejsou schopni tyto informace správně vyhodnotit. Úplné a dokonalé informace pro všechny jsou však základní podmínkou, která musí být splněna, aby byly volné peněžní prostředky ve finančním systému alokovány efektivně.<sup>7</sup>

Asymetrické informace vyvolávají dva dílčí problémy, kterými je morální hazard<sup>8</sup> a nepříznivý výběr<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

<sup>6</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

<sup>7</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

<sup>8</sup> Morální hazard je definován jako činnost lépe informovaného ekonomického subjektu, který při snaze maximalizovat svůj užitek zároveň snižuje užitek ostatních (neinformovaných) subjektů a za tuto činnost většinou nenese žádné následky.

<sup>9</sup> Nepříznivý výběr je situace, kdy se méně žádoucí subjekty (většinou méně kvalitní) zúčastní finančních operací spíše než subjekty více kvalitní.

Morální hazard a nepříznivý výběr spojený s nadměrnou finanční liberalizací ve svém důsledku vedou ke snížení kvality aktiv bank a dalších finančních institucí, jelikož ty své úvěrové zdroje používají k vysoce rizikovým a někdy až nelegálním aktivitám, kdy dochází k nadměrné spekulaci a odcizování depozit bankami.

Existují dvě cesty, jak se ekonomika kvůli existenci asymetrických informací dostane do finanční krize. Nejprve dochází k snížení kvality úvěrového portfolia bank, to následně může vést k snížené jejich úvěrové schopnosti. Tento credit crunch má katastrofální důsledky jak pro dlužníky, banky, tak i ostatní ekonomické subjekty, které by byly ochotny si za normálních okolností úvěr „koupit“. Zároveň může snížená kvalita úvěrového portfolia způsobit i měnovou krizi. Centrální banka, která se snaží bránit fixní měnový kurz proti útoku devizových spekulantů, může drasticky zvýšit klíčové úrokové sazby. Zvýšení úrokových měr však ještě více prohlubuje problémy dlužníků, jelikož tímto dochází k zdražení úvěrů formou vzestupu úrokových nákladů. Ve finále je tak úvěrové portfolio bank ještě více znehodnoceno.<sup>10</sup>

### **1.2.5 Institucionální nedokonalosti ekonomického systému**

V tomto případě se hovoří zejména o tzv. „kamarádkém“ kapitalismu, kdy přátelské vztahy mezi státními a finančními institucemi jsou příčinami pro vznik neefektivnosti, konkrétně dochází k neefektivnímu řízení podniků a rovněž k neefektivnímu alokování peněžních prostředků, kdy základním prvkem jejich alokování není ziskovost a návratnost, ale velký vliv mají právě výše zmíněné přátelské vztahy. Provozování „kamarádké“ úvěrové politiky může mít dopad negativní dopad na kvalitu úvěrového portfolia banky a může tak být základním kamenem pro spuštění finanční krize.<sup>11</sup>

Dalším příkladem institucionální nedokonalosti v ekonomice je neefektivní vypořádání dluhů. K takovému vypořádání dochází ve chvíli, kdy se určitý subjekt dostane do tíživé

---

<sup>10</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

<sup>11</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

finanční situace a není schopen splácet své závazky. Zároveň jsou věřitelé vyprovokováni k tomu, že se každý z nich snaží získat co nejvíc zapůjčených peněžních prostředků sám pro sebe, nedochází tak ke společné kooperaci většiny věřitelů, což vede k neefektivnímu vypořádání dluhů. Může rovněž dojít k nucené likvidaci, v tomto případě je vypořádání dluhu neefektivní, pokud je likvidační hodnota dlužníka nižší než jeho tržní hodnota, pokud by zůstal aktivně produkující jednotkou.<sup>12</sup>

### **1.2.6 Ekonomická recese**

Příčinu finanční krize spatřuje mnoho ekonomů i v tzv. hospodářském cyklu, kdy dochází ke kolísání reálné produkce, tedy existují období hospodářského růstu, stagnace, či poklesu. Právě pokles čili recese může dát vzniknout rozsáhlé finanční krizi.

V období recese obvykle dochází k poklesu poptávky po dlouhodobých statcích domácí spotřeby, to nutí firmy snižovat produkci a klesá reálný výstup ekonomiky, firmy omezují investice a klesá i poptávka po úvěrech. Snížená poptávka po produkci vede firmy k propouštění pracovních sil a dochází tak k růstu nezaměstnanosti. Klesá i poptávka po komoditách a tudíž i jejich cena. U mnoha podniků se snižují zisky či dochází ke ztrátám, což způsobuje jejich platební neschopnost a vede k poklesu kvality úvěrových portfolií bank a ty se tak snadno rovněž ocitají ve ztrátě, celková kvalita finančního systému tak klesá. Dochází k mnoha bankrotům finančních i nefinančních institucí a vzniku finanční krize.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

<sup>13</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

## **2. Příčiny finanční krize 2008 - 2009**

Faktorů, které se na vzniku Velké finanční krize, jak ji někteří autoři nazývají, podílelo, bylo hned několik. Právě jejich množství a vzájemná kombinace zapříčinila vznik nejrozsáhlejší finanční krize několika posledních desetiletí.

Tato kapitola se nejprve zabývá faktory, které nelze nazvat příčinami v pravém slova smyslu. Tyto faktory souvisí především s historickým vývojem ekonomického a finančního prostředí jako celku. V tomto případě můžeme jmenovat zejména deregulaci a liberalizaci finančního systému, založené na myšlence volného samoregulujícího se trhu, a globalizaci, související se silnější propojeností světových ekonomik. Za příčinu, která tuto finanční krizi přímo nespustila, ale s jejím vznikem souvisí rovněž, lze považovat i splasknutí technologické bubliny v roce 2000, které odstartovalo masivní úvěrovou expanzi v USA. Mezi příčiny, které se bez jakýchkoli diskuzí přímo podílely na vzniku samotné krize, patří zejména samotná expanzivní úvěrová politika praktikovaná americkou centrální bankou, která nejenže ještě prohloubila zadlužení soukromých subjektů, ale rovněž velkou měrou napomohla k nafouknutí bubliny na americkém realitním trhu. Vznik a splasknutí této bubliny působilo zřejmě jako primární roznětka krize jako takové. Další příčinou je selhání ratingových agentur společně s rozmachem sekuritizovaných instrumentů.

### **2.1 Globalizace**

Pojem globalizace je úzce spjat s procesem tzv. internacionalizace, kdy jsou postupně odbourávány různé bariéry a hranice mezi zeměmi a mezi subjekty různých zemí. V konečném důsledku pak dochází k rozvoji mezinárodních ekonomických vztahů, jako je

mezinárodní obchod se zbožím a službami, mezinárodní pohyb kapitálu, pracovních sil a jiných. Jednotlivé země se tak stávají více propojené a na sobě závislé.<sup>14</sup>

Globalizace z ekonomického hlediska můžeme definovat jako „*spontánní, neřízený proces stále intenzivnější integrace zemí světa v jediném ekonomickém systému tržního hospodářství*“.<sup>15</sup>

V několika posledních desetiletích jsme svědky nebývalého rozmachu mezinárodní spolupráce a to zejména díky rozvoji informačních technologií. Dochází k obrovskému růstu mezinárodního pohybu kapitálu, zboží, služeb, informací a osob. Podnikatelské aktivity expandují přes hranice jednotlivých států. To všechno způsobilo rostoucí vzájemnou ekonomickou závislost zemí ve světovém měřítku.<sup>16</sup> Propojenost dosáhla takové úrovně, že událost vzniklá na určitém místě může snadno ovlivnit ekonomiku na opačné straně zeměkoule.

Řada ekonomů považuje globalizaci za pozitivní proces zejména proto, že stimuluje ekonomický růst a zvyšuje konkurenci, což opět vede k rozvoji světové ekonomiky a životní úrovně. Zároveň je ovšem globalizace spojena i s negativními jevy, prohlubuje problém nerovnoměrného ekonomického a sociálního vývoje nebo významně zvýšit rychlost šíření určitého ekonomického problému, který se tak stane problémem celosvětovým. Globalizace rovněž zvyšuje hrozbu plynoucí ze spekulativního kapitálu, jelikož *ekonomická prosperita je stále více ovlivňována pohyby na světových finančních*

---

<sup>14</sup> KUNEŠOVÁ, H., E. CIHELKOVÁ et al. *Světová ekonomika – nové jevy a perspektivy*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN: 80-7179-455-4.

<sup>15</sup> MEZŘICKÝ, V., et al. *Perspektivy globalizace*. 2. vyd. Praha: Portál, 2011, s. 12. ISBN: 978-80-7367-846-3.

<sup>16</sup> MEZŘICKÝ, V., et al. *Perspektivy globalizace*. 2. vyd. Praha: Portál, 2011. ISBN: 978-80-7367-846-3.

*tržích. Obrovské finanční toky jsou v globalizované ekonomice mimo kontrolu jednotlivých vlád, centrálních bank i mezinárodních institucí.<sup>17</sup>*

V souvislosti s finanční krizí let 2008 - 2009 se můžeme setkat hned s několika negativními důsledky globalizace. Globalizace finančních trhů se projevila v masivním rozšíření toxických cenných papírů mimo území USA a napomohla tak k přesunu nákazy i do mnoha dalších světových ekonomik. Dalším negativem propojení jednotlivých ekonomik je situace z pokročilejší fáze krize, kdy se pokles ekonomické aktivity jedné země negativně projeví na vývoji hospodářství ve státech, pro které postižená země představuje významného obchodního partnera. To se stalo třeba v případě České republiky a Německa, kdy pokles HDP Německa významně ovlivnil i ekonomiku Česka skrze snížení německé poptávky po české produkci.

Není pochyb o tom, že propojenost ekonomik sice přispěla k celosvětovému růstu produkce, zároveň však propojenost národních trhů může vést k tomu, že krize jednoho státu způsobí problémy po celém světě a stane se tak krizí celosvětovou. Zhroucení finančního trhu ve Spojených státech tak postihlo i ekonomiky mnoha dalších zemí.

## **2.2 Deregulace a liberalizace**

Snahy o silnější regulaci a snahy o zmírnění regulace se spolu v historii i současnosti střetávají poměrně často. *„Zastánci regulace ve finančním sektoru zdůrazňují, že regulace jako stanovení pravidel hry není v rozporu s principy tržní ekonomiky, zejména pokud jde o předcházení možných selhání trhu souvisejících se specifickou rolí bank v tržní ekonomice, potřebou ochrany drobných vkladatelů a investorů v podmínkách určité nedokonalosti*

---

<sup>17</sup> KUNEŠOVÁ, H., E. CIHELKOVÁ, et al. *Světová ekonomika – nové jevy a perspektivy*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, s. 28. ISBN: 80-7179-455-4.

*finančních trhů.*“<sup>18</sup> Argumenty proti regulaci můžeme slyšet zvláště z úst liberálů, kteří poukazují zejména na deformaci přirozeného tržního prostředí. Dalšími argumenty proti jsou nepříliš vysoká efektivita regulačních opatření a vysoké náklady.<sup>19</sup>

Trend k deregulaci a liberalizaci finančních trhů a trhů obecně můžeme pozorovat především od přelomu sedmdesátých a osmdesátých let 20. století. To souviselo s nárůstem vlivu neoklasických ekonomických škol odsuzujícím státní zásahy do ekonomiky. Je tedy zdůrazňována role trhu na úkor vlády, byla prosazována deregulace a privatizace, zároveň docházelo k snížení zejména přímých daní, které byly brány jako demotivující. V devadesátých letech se ve Spojených státech dostává k moci Clintonova administrativa, v těchto časech je prosazována deregulace bankovního systému, a to na základě víry, že trhy jsou efektivní a dokáží samy sebe regulovat.<sup>20</sup> Mnoho regulačních předpisů tak bylo nahrazeno, jiné úplně zrušeny.

### **2.2.1 Gram-Leach-Bliley Act**

Často diskutovaným aktem deregulace je zrušení Glass-Steagallova actu. Ten byl přijat americkým Kongresem v roce 1933 jako reakce na selhání komerčních bank, které bylo dokonce považováno za jednoho z hlavních viníků krize v letech 1929-1933. Po 66 letech,

---

<sup>18</sup> KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009, s. 38. ISBN: 978-80-7431-012-6.

<sup>19</sup> KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN: 978-80-7431-012-6.

<sup>20</sup> KOVANDA, L. *Bush je „čistej“, krizi nezavinil* [online]. Týden.cz, 30. 1. 2009. [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://kovanda.blog.tyden.cz/clanky/2647/bush-je-cistej-krizi-nezavinil-paul-de-grauwe-podruhe.html>.



v roce 1999, byl však tento zákon zrušen přijetím Gramm-Leach-Bliley Actu, který byl výsledkem tlaku na deregulaci finančních trhů.<sup>21</sup>

Glass-Steagallovým zákonem bylo v USA odděleno komerční a investiční bankovníctví. Cílem bylo zabránit použití depozit v rizikových obchodech s cennými papíry. Komerční banky tak nesměly provádět svěřenecké obchody s cennými papíry, investičním bankám, které naopak s cennými papíry obchodovaly, bylo zakázáno získávat depozita. Zejména od druhé poloviny 80. let však rostla jeho kritika a opakovaly se iniciativy směřující k jeho zrušení. Kritika ze strany komerčních bank se zaměřovala na jejich konkurenční znevýhodnění v důsledku aplikace GSA. Snahu o zrušení toho zákona v 90. letech podporoval dokonce i FED. Výsledek se dostavil v listopadu 1999 a GSA byl opravdu zrušen.<sup>22</sup>

Přijetí GLBA bývá často médii a odborníky označován za jednu z hlavních příčin finanční krize. Neboť umožnil tradičně konzervativnějším obchodním bankám podnikat s produkty investičního bankovníctví, a tím pádem na sebe brát větší rizika.

### **2.2.2 Liberalizace pravidel poskytování úvěrů**

Určitý podíl na vyvolání krize je přičítán i tzv. Community Reinvestment Actu, zákonu, který byl schválen americkým Kongresem v roce 1977. Na základě něhož byly uvolněny podmínky pro poskytování hypotečních úvěrů. Účelem bylo pomoci ekonomicky slabším komunitám pořídit si vlastní bydlení. Na základě tzv. Clintonovy revize byly v roce 1995 tyto pravidla uvolněny ještě radikálněji. Cílem bylo opět posílení poskytování hypoték

---

<sup>21</sup> KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN: 978-80-7431-012-6.

<sup>22</sup> KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN: 978-80-7431-012-6.

sociálně slabším občanům.<sup>23</sup> Toto legislativní opatření se tedy formou uvolnění tradičních kritérií hypoték do jisté míry podílelo na obrovském realitním boomu v USA a nafouknutí hypoteční bubliny, když velké množství žadatelů o dům bylo právě nízkopříjmových skupin. Zároveň u méně movitých skupin obyvatel existovalo riziko nesplacení úvěrů, tato hrozba se stala velmi reálnou v budoucnu, její naplnění rovněž vedlo k propuknutí a prohloubení krize.

### 2.2.3 Nedostatečná činnost regulátorů

Příkladem selhání aktivního přístupu a potřeb v regulaci a dohledu je i chování amerických a evropských regulátorů a supervizorů finančního trhu.

Projevy hypoteční krize a následně finanční krize a možné jejich důsledky byly vcelku zřejmé již v roce 2007. Přesto regulátoři finančních trhů nedokázali včas identifikovat a separovat účastníky finančních trhů s tzv. toxickými aktivy. Spíše sledovali nárůst nedůvěry na těchto trzích v roce 2008, který vedl ke globální finanční krizi. Lze tak říci, že finanční regulace nedokázala zabránit rozšíření záporných externalit, které se projevilo šířením nákazy z problémových finančních institucí na ekonomicky zdravé finanční instituce.<sup>24</sup>

Nedostatečná regulace je zmiňována zejména v souvislosti s tzv. derivátovými trhy.<sup>25</sup> Ty zaznamenaly v posledních letech velmi rychlý nárůst. V kontextu dynamiky současné

---

<sup>23</sup> ZELENÝ, M. Geneze celosvětové krize. *Atlas transformace* [online]. Monument transformace [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.monumenttotransformation.org/atlas-transformace/html/g/geneze-celosvetove-krize/geneze-celosvetove-krize.html>.

<sup>24</sup> KLVAČOVÁ E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN: 978-80-7431-012-6.

<sup>25</sup> Na derivátovém trhu se obchoduje s finančními deriváty, což jsou instrumenty, jejichž hodnota je odvozena z hodnoty tzv. podkladového aktiva. Základní typy derivátů jsou futures a jim podobné certifikáty nebo warranty, další pak jsou forwardy, swapy a opce.

globální finanční krize je politiky a regulátory často poukazováno na chybějící adekvátní regulaci těchto trhů, zejména kvůli významné úloze, kterou deriváty hrály při spuštění krize. Od července 2007 hromadící se ztráty z amerických subprime hypoték odstartovaly rychle se šířící rozvrat úvěrových trhů spojený s nejistotou o konečné velikosti a lokaci úvěrových ztrát, což podlamovalo důvěru investorů. Ztráty se rychle šířily mezi finančními institucemi po celém světě mimo jiné právě prostřednictvím kreditních derivátových trhů.<sup>26</sup>

## 2.3 Splasknutí Dot.com bubliny

Jako jedna z hlavních příčin popisované finanční krize je považována hypoteční krize ve Spojených státech, ta však má v určitém smyslu své kořeny již předešlé krizi vyvolané pádem technologických akcí.

Na přelomu 20. a 21. Století dochází ve Spojených státech k vysokému ekonomickému růstu bez inflace, k poklesu nezaměstnanosti, je podporována věda a výzkum a dochází rovněž k rozvoji akciových trhů zejména s tzv. internetovými tituly.<sup>27</sup>

Hodnota internetových firem byla vyhnána do výše především vírou akcionářů v nepřetržitý a strmý růst technologického odvětví. Do roku 1998 tato víra odpovídala realitě, tisíce firem, které založily své podnikání na internetu, dosahují nevídaných zisků. V 90. letech jsme svědky růstu internetových obchodů, vznikají první internetové vyhledávače, zpravodajské portály, na důležitosti nabývá i emailová komunikace. Ceny akcií některých společností spojených s internetem narostly během prvních dnů na burze až na svůj dvojnásobek. V začátcích byly téměř všechny tyto společnosti úspěšné, což přilákalo další firmy a investory, kteří měli před očima obrovské zisky prvních kupců akcií

---

<sup>26</sup> KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN: 978-80-7431-012-6.

<sup>27</sup> ŠVIHLÍKOVÁ, I. *Globalizace a krize – Souvislosti a scénáře*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2010. ISBN: 978-80-87461-01-3.

Microsoftu a dalších společností. V roce 1999 až 2000 chtěl do akcií technologických firem investovat téměř každý a domácnosti si v mnoha případech tyto akcie pořizovali i na dluh. Extrémní optimismus ohledně ziskového potenciálu informačních technologií společně se silícím pocitem jistoty a důvěry v ekonomiku vyhnali ceny akcií do závratných výšin.<sup>28</sup>

Koncem roku 1999 jsme již svědky rapidního růstu cen akcií v důsledku spekulací. Ve skutečnosti ale již málo firem bylo schopno prosadit se natolik, aby generovaly zisk. Na přelomu roku se začaly objevovat zprávy o cenové bublině na technologickém trhu, ta se zde opravdu vytvářela a svého maxima dosáhla 10. března roku 2000, index NASDAQ<sup>29</sup> tehdy dosáhl rekordní hodnoty 5048,6 bodu. Během období od poloviny března do poloviny dubna však došlo k rychlému pádu technologických akcií a americký technologický trh ztratil více než 35%, další pád pokračoval během následujících měsíců. Cena technologických akcií se pak během tří let vrátila na hodnotu v letech 1997 až 1998.

Na technologických trzích tak splaskla cenové bubliny, což vedlo ke zvýšení nejistoty a k následnému pádu světových akciových trhů.<sup>30</sup>

**Tabulka 1: Technologická bublina a její splasknutí (v procentech)**

Období	NASDAQ
1998	40,10
1999	85,95
2000	-39,13
2001	-20,78

*Zdroj: Vlastní zpracování z: MUSÍLEK, P. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. Český finanční a účetní časopis [online], Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 4, č. 4, s. 6-20 [vid. 2012-04-14]. ISSN 1802-2200. Dostupné z: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf).*

<sup>28</sup> KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN: 978-80-7021-984-3.

<sup>29</sup> Index Nasdaq Composite měří vývoj všech akcií obchodovaných na The Nasdaq Stock Market, kde se obchoduje převážně s tzv. technologickými akciemi.

<sup>30</sup> MUSÍLEK, P. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis* [online], Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 4, č. 4, s. 6-20 [vid. 2012-04-14]. ISSN 1802-2200. Dostupné z: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf).



**Obrázek 1: Vývoj indexu NASDAQ Composite**

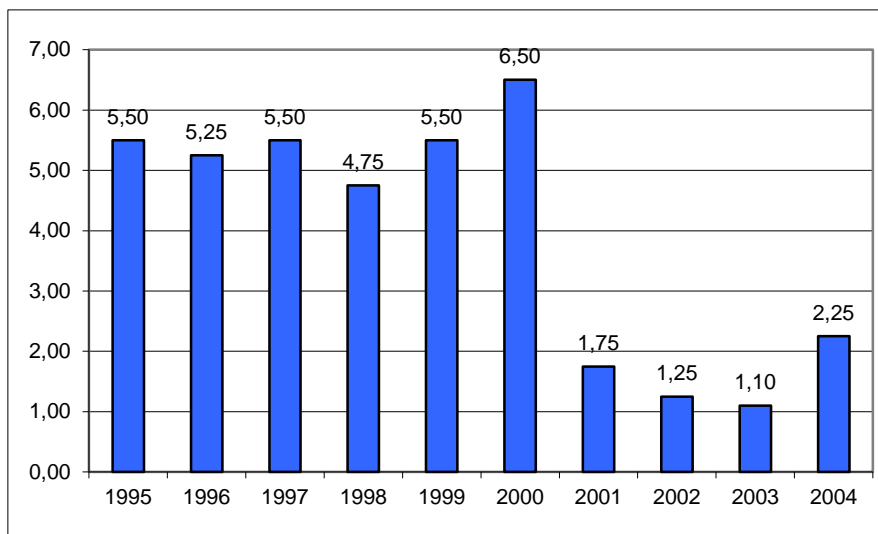
Zdroj: Yahoo! Finance [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>.

Splasknutí bubliny v důsledku vedlo ke krachu asi poloviny dot.com (internetových) společností, které získávaly finanční prostředky vydáváním akcií, jejichž cena byla v minulosti vyhnána spekulanty. Pokles tržní ceny akcií způsobil obrovské ztráty i investorům. Malí investoři, jako například domácnosti ze středních až nižších příjmových vrstev, přišli o své úspory a ještě více se zadlužili. Před splasknutím internetové bubliny si brali úvěry, aby mohli získané peníze investovat, a po splasknutí bubliny si brali nové úvěry, aby s nimi mohli splácet ty staré.<sup>31</sup> Tyto ztráty investorů se posléze projeví i ve spotřebě a vedly k poklesu růstu HDP Spojených států.

FED v čele s Alanem Greenspanem se rozhodl ekonomiku podpořit snížením úrokových sazeb. Klíčová úroková sazba z federálních rezervních fondů byla snížena z 6,5 % (březen 2000) na pouhé 1,0 % (březen 2004). Díky zásahu FEDU tak k recesi nedošlo, monetární expanzivní politika napomohla jak domácnostem, tak firmám. Banky snižovaly sazby u všech typů úvěrů a finanční prostředky se tak staly lépe dosažitelné. Domácnosti, tak mohly pokrýt ztráty z investic do akcií a mnohé firmy byly zachráněny před bankrotem.

---

<sup>31</sup> SHILLER, Robert J. *Investiční horečka: Iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. ISBN: 978-80-247-2482-9.

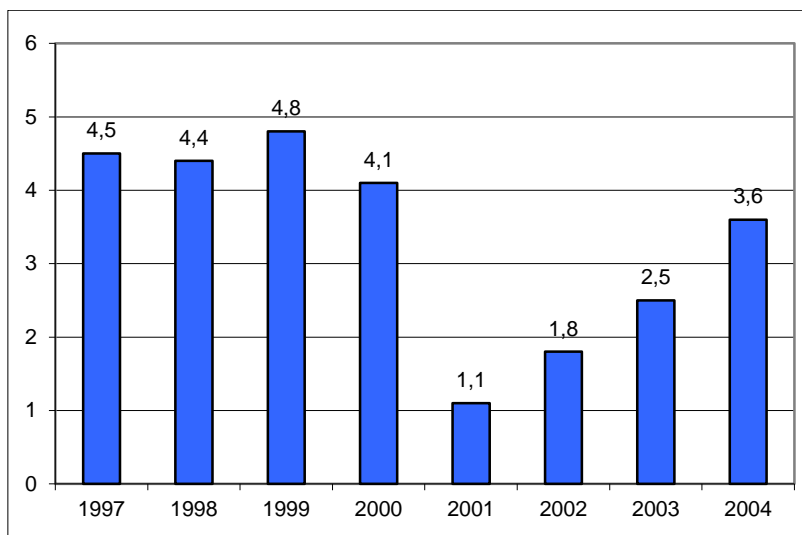


**Obrázek 2: Základní úroková sazba FEDu, konec roku (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Federal funds effective rate* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Output.aspx?rel=H15&series=40afb80a445c5903ca2c4888e40f3f1f&lastObs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn..>

Spotřeba tak poklesla jen minimálně, firmy pokryly své investice namísto emisí akcií levnými úvěry. Od roku 2002 začala ekonomika USA opět růst, v roce 2003 zvýšila svůj výkon o 2,5 procenta, v roce 2004 byla rychlost růstu dokonce 3 procenta.



**Obrázek 3: Meziroční změna HDP USA (v procentech)**

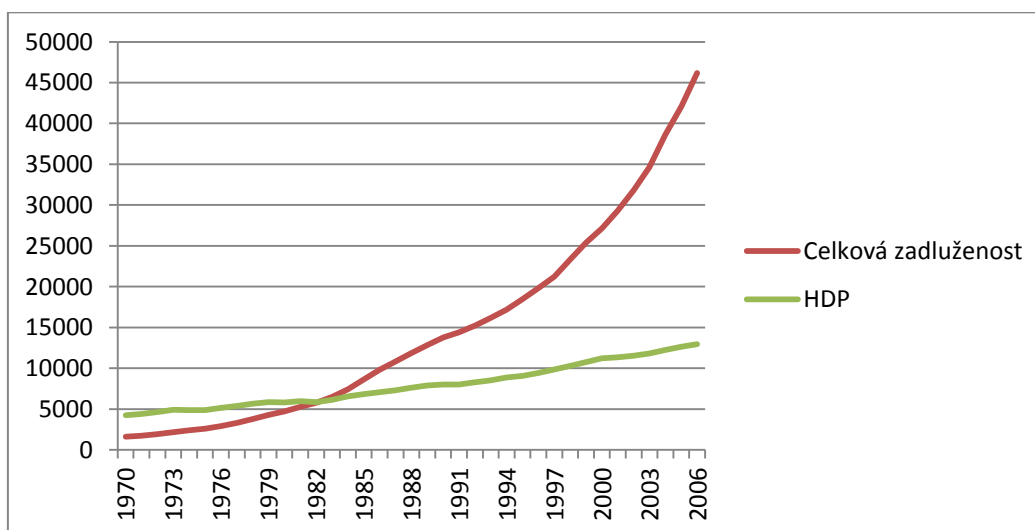
Zdroj: Vlastní zpracování z: *Percent Change From Preceding Period in Real Gross Domestic Product. National Income and Product Accounts Table* [online]. Bureau of Economic Analysis, 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z:

<http://bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=1&ViewSeries=NO&Java=Yes&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1997&LastYear=2004&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no#Mid>

Nízké úrokové sazby však neměly pouze pozitivní účinky. Ekonomický růst byl sice obnoven, spotřeba domácností se však stále více transformovala do spotřeby na dluh, v této době rovněž dochází k nebývalé expanzi poptávky po hypotéčních úvěrech, což v budoucnu povede k vytvoření nové cenové bubliny, tentokrát nemovitostní.<sup>32</sup>

## 2.4 Úvěrová expanze

Celkový americký dluh můžeme rozložit na dluh domácností, vlády, nefinančních podniků a finančních institucí. Tendence k zadlužování je dlouhodobě charakteristickým rysem americké ekonomiky. První známky rapidního růstu dlouhodobého zadlužení se objevily v 70. a 80. letech 20. století. K růstu zadluženosti došlo jak u domácností, tak u podniků zejména ve finančním sektoru.

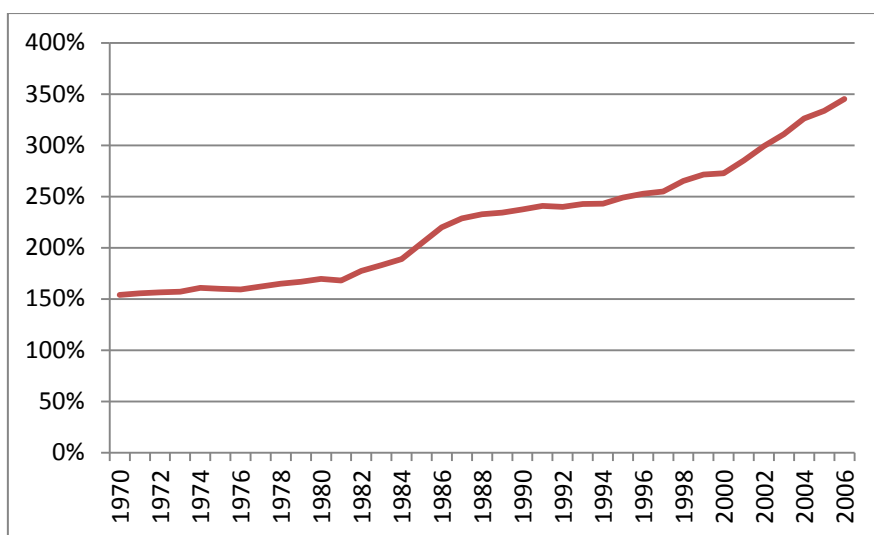


**Obrázek 4: Vývoj celkového zadlužení a HDP Spojených států (v miliardách USD)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Flow of Funds Accounts of the United States: Fourth Quarter 2011. Federal Reserve Statistic Release [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>.*

<sup>32</sup> MUSÍLEK, P., Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis* [online], Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 4, č. 4, s. 6-20 [vid. 2012-04-14]. ISSN 1802-2200. Dostupné z: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf).

Ohromující je nesoulad mezi růstem objemu úvěrů a ekonomickým růstem. Celková míra nesplacených závazků dosáhla v 70. letech jeden a půl násobku HDP. S nejstrmějším nárůstem zadluženosti se setkáváme od samého začátku 21. století. Celková míra amerického zadlužení se ještě v roce 1999 rovnala dvouapůlnásobku celkové roční ekonomické aktivity, v roce 2006 je to už tři a půl násobek HDP. Na vině je, jak už bylo řečeno dříve, splasknutí akciové bubliny a následná reakce FEDu v podobě snížení úrokových sazeb za účelem zažehnání hrozící recese. Centrální banka nejdříve během několika měsíců snížila sazby federálních fondů z 6,5% na 3,5%. Po teroristických útocích 11. září 2001 byla úroková sazba snížena dokonce až na 1%. Nízké úrokové míry tak jen podporovaly společnost v životě na dluh.



**Obrázek 5: Celková míra zadlužení ve Spojených státech jako procentuální podíl z HDP (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Flow of Funds Accounts of the United States: Fourth Quarter 2011*. Federal Reserve Statistic Release [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>.



### 2.4.1 Dluh domácností

U domácností rostl jak dluh spotřebitelský, tak hypoteční. Tabulka č. 2 názorně ukazuje zdvojnásobení podílu nesplacených spotřebitelských dluhů vůči disponibilním příjmům, z 56% na téměř 121% od roku 1975 do roku 2005

**Tabulka 2: Podíl dluhu domácnosti na disponibilních příjmech**

Rok	Hypoteční dluh (v mld. USD)	Spotřebitelský dluh (v mld. USD)	Disponibilní příjem spotřebitelů (v mld. USD)	Hypoteční a spotřebitelský dluh v procentech z disp. příjmu
1975	459,0	207,0	1187,3	56,09%
1980	926,5	358,0	2002,7	64,14%
1985	1449,6	610,6	3079,3	66,90%
1990	2488,8	824,4	4254	77,88%
1995	3318,9	1168,2	5457	82,23%
2000	4798,4	1741,3	7327,2	89,25%
2005	8874,3	2320,6	9277,3	120,67%

*Zdroj: Vlastní zpracování z: Flow of Funds Accounts of the United States: Fourth Quarter 2011. Federal Reserve Statistic Release [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>.*

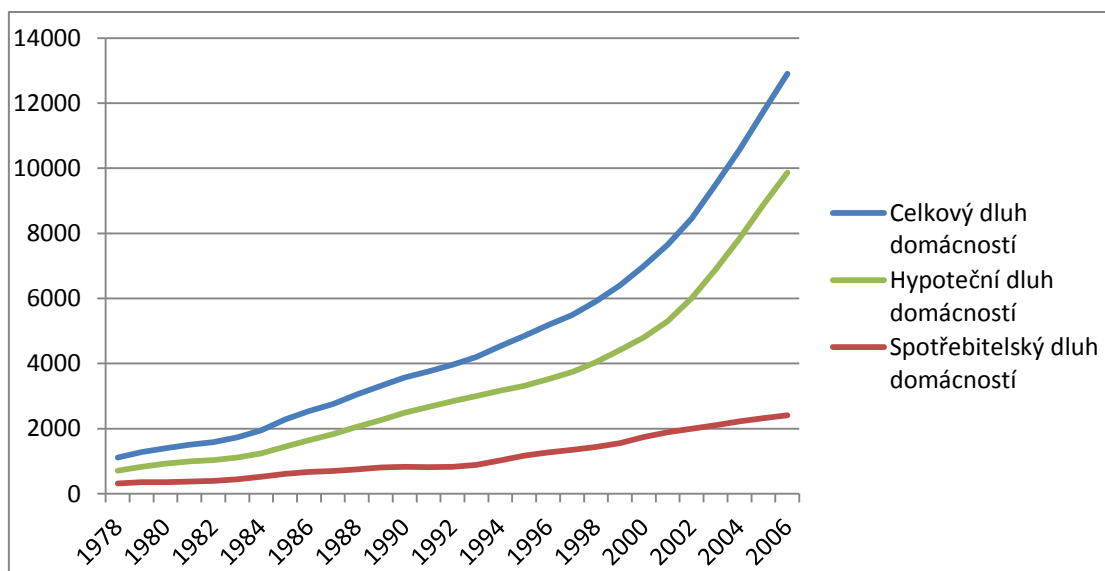
Samostatnou kapitolou je opět konec 20. a počátek 21. století. Navzdory tomu, že se reálné příjmy (očistěné o inflaci) průměrné domácnosti v pětiletí 1999-2005 nepřetržitě propadaly, celková spotřeba dál stoupala. Snaha domácností udržet si svou dosavadní životní úroveň vedla k stále většímu zadlužování.<sup>33</sup>

Největší podíl zadlužení spadá do kategorie primárního bydlení. Dluh na bydlení nepřetržitě rostl. Průměrná rodina je také až po uši v dluzích uvalených na kreditní karty. Průměrný dluh na jednoho držitele kreditních karet dosahoval ke konci roku 2005 4956 dolarů. Celková pasivní bilance kreditních karet dosahovala ke konci roku 2005 částky 838

---

<sup>33</sup> FOSTER, John B., F. MAGDOFF. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. ISBN: 978-80-902831-1-4.

miliard dolarů.<sup>34</sup> Další oblastí, kde míra zadlužení roste, jsou spotřebitelské úvěry zahrnující úvěry s fixními splátkami a s fixními úrokovými sazbami, jako jsou půjčky na koupi automobilu a studentské půjčky, jež představují dvě nejvýznamnější oblasti spotřebitelských úvěrů. Mezi lety 2001-2004 vzrostla průměrná míra zadlužení těchto úvěrů o 18,2 procenta.<sup>35</sup>



**Obrázek 6: Vývoj celkového, hypotečního a spotřebitelského dluhu v USA (v mld. USD)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Flow of Funds Accounts of the United States. Federal Reserve Statistic Release [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1r-2.pdf>.*

## 2.4.2 Zadlužování finančních institucí

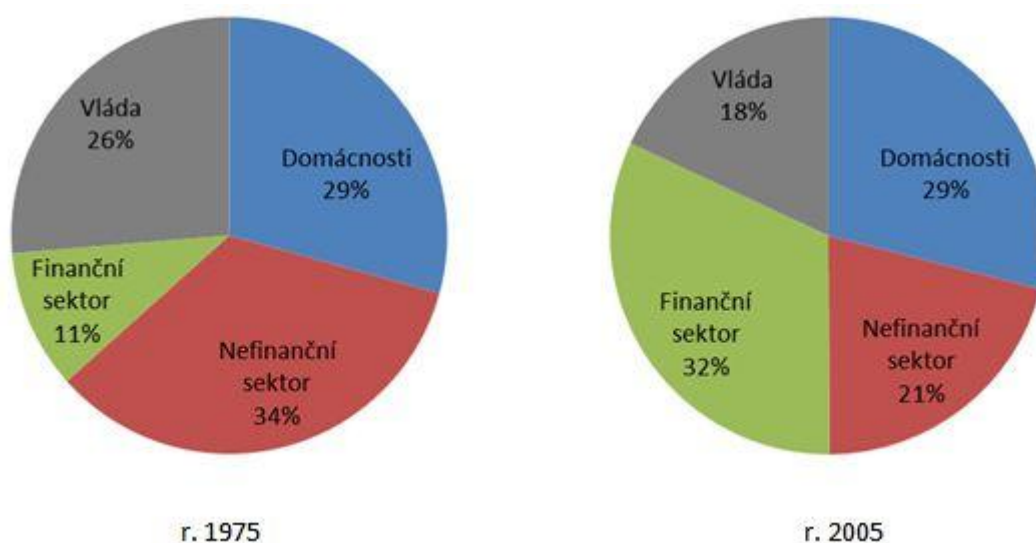
Kromě domácností došlo k přírůstku zadlužení i u finančních institucí. Zadlužení finančního sektoru činilo na počátku 70. let pouze kolem 10 procent celkového dluhu USA. V 80. letech už ale tento sektor patřil mezi ty s největším přírůstkem zadlužení. Růst dluhu

<sup>34</sup> FOSTER, John B., F. MAGDOFF. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. ISBN: 978-80-902831-1-4.

<sup>35</sup> FOSTER, John B., F. MAGDOFF. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. ISBN: 978-80-902831-1-4.

finančních společností strmě rostl i v letech 1997-2005, kdy došlo k rozsáhlé úvěrové explozi. Podíl zadlužení finančních institucí na HDP tehdy vzrostl z 66 procent na 100 procent. V roce 2005 se tedy zadlužení finančního sektoru rovnalo téměř třetině celkového dluhu USA.<sup>36</sup>

Banky si tedy samy začaly půjčovat a s těmito penězi spekulovaly za účelem dosažení zisků. Mnoho z nich však podcenilo riziko špatných investic vedoucích ke ztrátám a s tím spojenou nedostatečnou likviditou. Právě toto chování finančních ústavů bylo jednou ze zásadních příčin nastávající finanční krize.



**Obrázek 7: Skladba zadluženosti v USA v roce 1975 a 2005**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Flow of Funds Accounts of the United States*. Federal Reserve Statistic Release [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1975-1984.pdf> a <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2010.pdf>

<sup>36</sup> FOSTER, John B., F. MAGDOFF. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. ISBN: 978-80-902831-1-4

### 2.4.3 Zadlužování v Evropě

Nejen ve Spojených státech, ale i v evropských zemích se na počátku 21. století můžeme setkat s mohutnou úvěrovou expanzí. Důvodem této expanze byly především katastrofy, které zastihly jak USA, tak mnohé Evropské země, jmenovat můžeme především teroristický útok 11. září 2001, bankrot americké energetické společnosti Enron a dále pak atentáty v Madridu a Londýně. Právě v reakci na tyto a další katastrofy proběhlo snížení úrokových sazeb centrálních bank téměř po celém světě. Cílem bylo poskytnout levné úvěry a povzbudit tak ekonomický růst. Jak je viditelné na obrázku č. 8., v eurozóně došlo během let 2000 až 2001 k více než desetiprocentnímu růstu v objemu poskytnutých úvěrů nebankovním subjektům. Během roku 2000 zároveň dosáhla svého vrcholu cenová bublina na technologickém trhu, a bylo právě její splasknutí, které způsobilo stagnaci evropského hospodářství, která trvala až do poloviny roku 2003. Ve snaze povzbudit skomírající ekonomický růst snížila Evropská centrální banka klíčovou úrokovou sazbu, což se projevilo ve zlevnění všech typů úvěrů a levné peníze tak opět mohly nastartovat hospodářský růst. Od začátku roku 2004 jsme tak svědky nejprve pozvolného a poté mnohem rapidnějšího tempa úvěrové expanze, kdy na rozhraní roku 2006 a 2007 činí růst objemu úvěrů nebankovním subjektům v eurozóně rekordních 13 procent.<sup>37</sup>

---

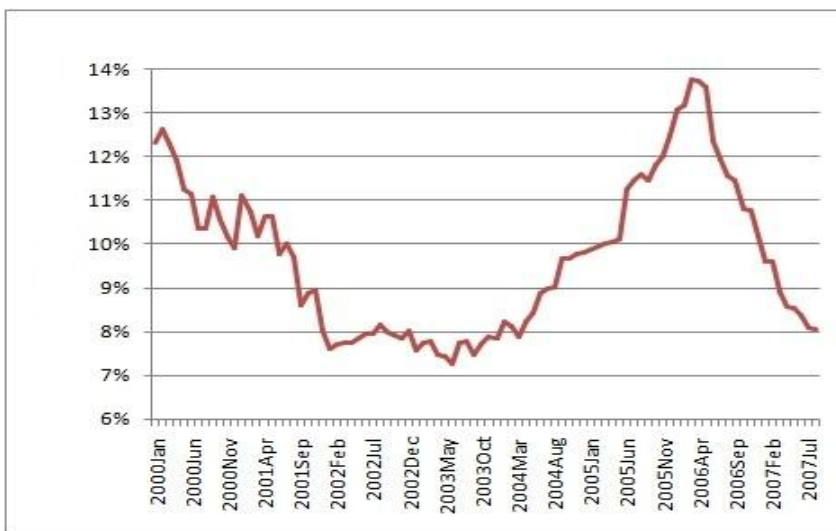
<sup>37</sup> KOHOUT, P. *Finance po krizi – Evropa na cestě do neznáma*. 3. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-4019-58.



**Obrázek 8: Meziroční růst objemu úvěrů nebankovním subjektům, eurozóna (v procentech)**

Zdroj: KOHOUT, P. Co je motorem hospodářského růstu [online]. Blog.aktuálně.cz, 9. 10. 2007 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>.

Kromě expanze úvěrů soukromým nebankovním subjektům docházelo od roku 2003 v eurozóně i k růstu úvěrů hypotečních. Svého maxima tempo růstu úvěrů na bydlení dosáhlo přibližně o 3 roky později.



**Obrázek 9: Meziroční růst úvěrů na bydlení v eurozóně (v procentech)**

Zdroj: KOHOUT, P. Co je motorem hospodářského růstu [online]. Blog.aktuálně.cz, 9. 10. 2007 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>.

## 2.5 Hypoteční zadlužování v USA

Finanční krize tohoto století začala právě na hypotečním trhu Spojených států, poté se přelila do dalších sektorů americké ekonomiky a do dalších zemí. Právě proto je nutné hypoteční trh USA analyzovat a určit, jak k této lokální krizi došlo.

Začátek problému můžeme najít už v roce 1977, kdy byl v USA schválen tzv. Community Reinvestment Act (CRA), o kterém již byla v této práci řeč v kontextu liberalizace, na tomto místě je ale nutné se k němu ještě jednou vrátit. Jak již bylo zmíněno, tento zákon měl za úkol uvolnit podmínky pro poskytování půjček a pomoci tak ekonomicky slabším skupinám občanů, pro které bylo do té doby nemožné na půjčky a standardní hypotéky dosáhnout. Následkem CRA byl vznik státem preferovaných bank, které občanům s nižším a středním příjmem tyto levné hypotéky poskytovaly, stát se rovněž zaručil za finanční rizika s CRA spojená.<sup>38</sup> Tento samotný zákon však vlnu hypotečního zadlužování a s ním spojený růst cen nemovitostí nezpůsobil, zásadnější byla až jeho novela zhruba o 20 let později. V roce 1995 byla tedy pravidla regulace CRA radikálně uvolněna, cílem inovace bylo podpořit ekonomicky slabé komunity a usnadnit poskytování hypoték. Dochází tak k dalšímu uvolnění tradičních podmínek pro získání hypotečních úvěrů a nutno říci, že mnohé banky tento vývoj spíše přivítaly.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> ZELENÝ, M. Geneze celosvětové krize. *Atlas transformace* [online]. Monument transformace [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.monumenttotransformation.org/atlas-transformace/html/g/geneze-celosvetove-krize/geneze-celosvetove-krize.html>.

<sup>39</sup> ZELENÝ, M. Geneze celosvětové krize. *Atlas transformace* [online]. Monument transformace [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.monumenttotransformation.org/atlas-transformace/html/g/geneze-celosvetove-krize/geneze-celosvetove-krize.html>.

### 2.5.1 Subprime hypotéky

Důsledkem novely CRA je i rozkvět tzv. subprime hypoték. Hypoték, které byly poskytovány méně bonitním klientům, u nichž byla předpokládána horší platební morálka. U těchto hypoték se často setkáváme s lákavými nízkými sazbami na začátku, avšak zároveň zahrnují možnost jejich pozdějšího zvýšení. Velká část subprime hypotečních úvěrů byla rovněž uzavírána bez dokumentace, některé hypoteční firmy tak půjčovali nejen bez jakéhokoli dokladu o příjmech klienta, ale dokonce i bez ověření dokladu totožnosti.<sup>40</sup>

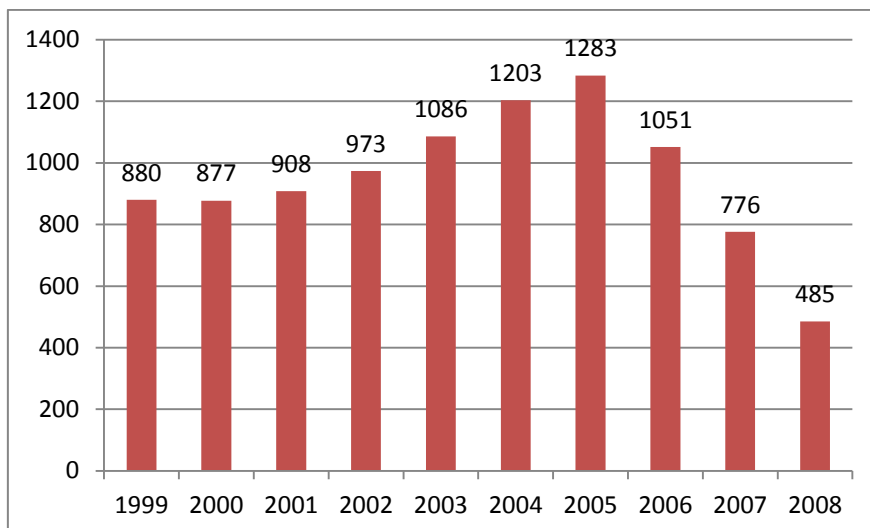
### 2.5.2 Nemovitostní rozmach v USA

Na trhu s nemovitostmi byl až do roku 2001 naprostý klid. V roce 2001 bylo ve Spojených státech prodáno 908 000 nových rodinných domů, nárůst nově prodaných rodinných domů tak odpovídal dvěma procentům, což bylo v souladu s předchozími patnácti lety.<sup>41</sup> V roce 2001 však došlo k již několikrát zmíněnému snížení úrokové sazby FEDu, což ovlivnilo i úrokové sazby hypotečních úvěrů. Nemovitosti na hypotéku si tak začaly pořizovat i ty domácnosti, které by tak za normální situace učinit nemohly. V roce 2002 se v USA prodalo již 973 000 nových rodinných domů a jejich počet nadále rostl, v roce 2005 se počet prodaných rodinných domů vyšplhal až na hodnotu 1 283 000. Počet prodaných nemovitostí tak v letech 2001 až 2005 rostl o 9 procent ročně.

---

<sup>40</sup> KOHOUT, P. *Finance po krizi – Evropa na cestě do neznáma*. 3. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-4019-58.

<sup>41</sup> ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: Příčiny, průběh, následky (2. díl)* [online]. Euroekonom, 10. 3. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>.



**Obrázek 10: Počet prodaných rodinných domů v USA (v tisících)**

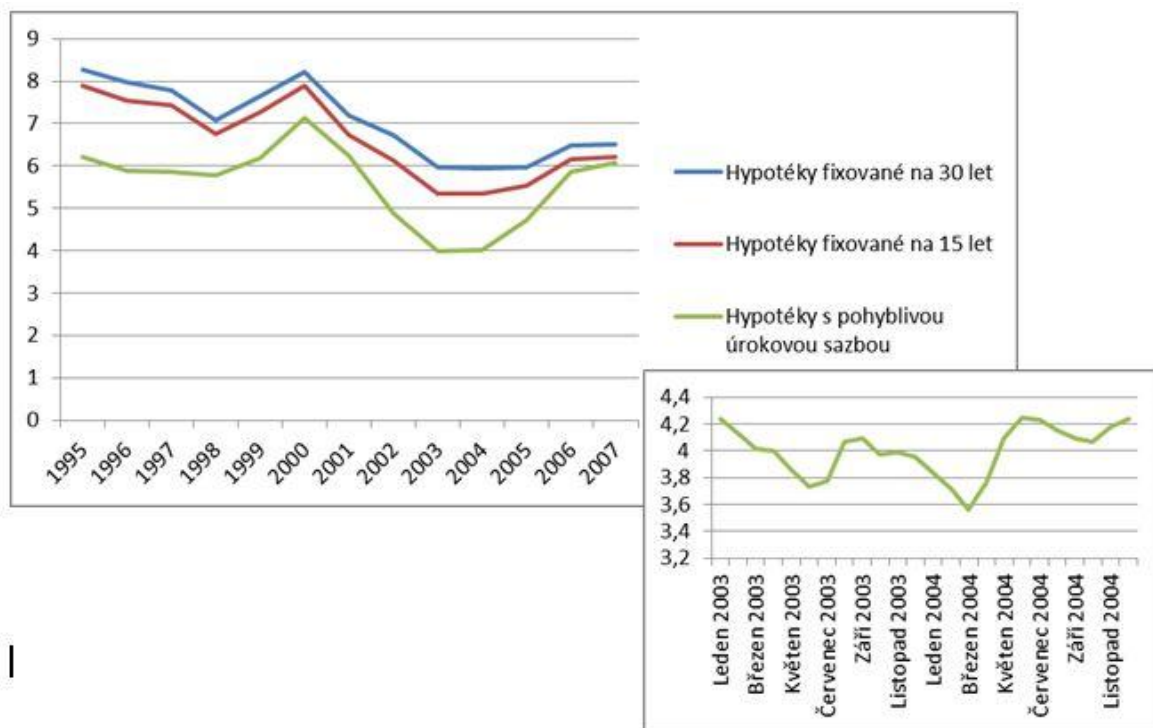
Zdroj: Vlastní zpracování z: *Houses sold by region* [online]. United States Census Bureau [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.census.gov/const/soldann.pdf>.

Růst oblíbenosti zaznamenaly zejména hypoteční úvěry s variabilní úrokovou sazbou, respektive hypotéky s kratší fixací sazeb (tzv. adjustable-rate mortgage - ARM), u nichž úroková sazba v roce 2004 klesla dokonce až pod 3,6%. U těchto hypoték sice po několika prvních letech zůstávají úrokové sazby na nízkých úrovních, avšak po jejich přechodu do variabilního režimu existuje reálné riziko zvýšení sazeb například z důvodu zvýšení obecné úrokové míry. Uzavírání těchto hypoték s kratší fixní dobou toho času podporoval i předseda Rady guvernérů FEDu Alan Greenspan, když prohlásil, že rodiny ztratí desetitisíce dolarů, pokud nevyužijí výhodné nabídky v oblasti jednoročních ARM<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. ISBN: 978-80-251-2527-7.



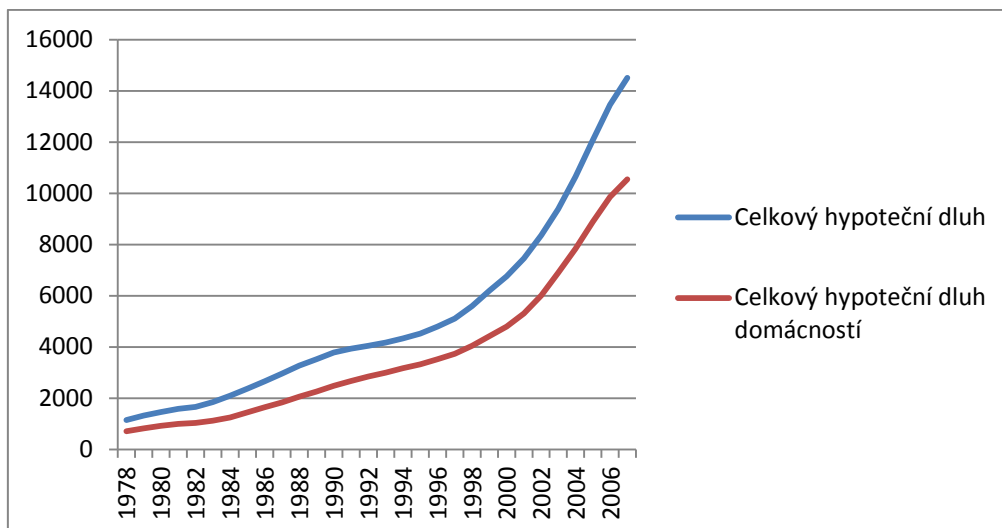


**Obrázek 11: Historické hypoteční úrokové sazby u hypoték v USA (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: Mortgage-X: Mortgage Information Service [online]. [vid. 2012-04-27].

Dostupné z: mortgage-x.com.

Jak úvěrová expanze, tak liberalizace podmínek při poskytování hypotečních úvěrů tak vedla k stále hlubšímu hypotečnímu zadlužování. Vývoj hypotečního dluhu můžeme sledovat na obrázku č. 12., kde je patrný jeho strmý růst od roku 2001, celkový hypoteční dluh tehdy činil přibližně sedm a půl bilionu amerických dolarů. Mezi lety 2000 a 2005 se míra hypotečního zadlužení zvýšila o 75 procent, hodnota celkového hypotečního dluhu stoupla na 12 bilionů dolarů, v roce 2007 to bylo již 14 a půl bilionu dolarů. Roční míra růstu hypotečních úvěrů domácnostem se v období 2002 až 2005 pohybovala nad úrovní 13 procent, což byl dvojnásobek oproti vývoji v předcházejících obdobích.



**Obrázek 12: Celkový hypoteční dluh a hypoteční dluh domácností v USA (v mld. USD)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Flow of Funds Accounts of the United States, Federal Reserve Statistic Release* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm>.

## 2.6 Nafouknutí hypoteční bubliny

Na začátku této subkapitoly bychom se nejdříve rádi věnovali obecné teorii ekonomických (investičních) bublin, což dále pomůže lepšímu porozumění vzniku hypoteční bubliny ve Spojených státech. Poté bude analyzován samotný vznik této bubliny.

### 2.6.1 Ekonomické bublina obecně

Ekonomická bublina je situace, kdy „kurzy cenných papírů, nemovitostí nebo komodit mají tendenci čas od času náhle nadměrně určitou dobu růst bez toho, že by pro tento rapidní vzestup bylo možné najít přijatelná a uspokojivá fundamentální vysvětlení“.<sup>43</sup> Investoři v určité situaci mohou kupovat určitý instrument avšak ne kvůli hodnotě, kterou přináší, ale s výhledem jeho budoucího prodeje za vyšší cenu než je cena současná. Hromadné investování do tohoto instrumentu poté zvedá jeho cenu, to samo osobě společně s optimistickými očekáváními láká další

<sup>43</sup> VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Aspi, 2007, s. 495. ISBN: 80-7357-297-4.

investory, což opět zvyšuje cenu. „*Cena aktiva tak není dána jeho fundamentální hodnotou – tedy současnou hodnotou všech budoucích výplat (například dividend), které toto aktivum přináší – ale je vyšší, protože zahrnuje možnost prodat toto aktivum v budoucnu někomu jinému za nadhodnocenou cenu.*“<sup>44</sup> Investoři tak v podstatě nakupují nadhodnocená aktiva, jejichž cena však může rapidně klesnout, pokud dojde ke změně nálady na trhu a bublina praskne. Splasknutí bubliny vede ke ztrátě finančních prostředků a v horším případě dochází i k recesím až krizím, jak tomu bylo v USA u bubliny hypoteční.

### **2.6.2 Růst cen nemovitostí, nafouknutí hypoteční bubliny v USA**

Od roku 2001 se v USA setkáváme s rostoucí poptávkou po nemovitostech a s tím souvisejícím růstem jejich cen. Můžeme tedy hovořit o postupném nafukování hypoteční bubliny, které svého vrcholu dosáhla v roce 2005.

Hlavních faktorů, které ke vzniku této bubliny zapříčinily, bylo několik, a o většině již v této práci bylo pojednáno. Jednalo se především o extrémní snížení úrokové sazby FEDu, která poté ovlivnila úrokové sazby hypoték, tyto nízké sazby dále působily jako motivace k nákupu nemovitostí na hypoteční úvěr. Dalším faktorem bylo uvolnění podmínek poskytování těchto úvěrů, mnohým domácnostem se tak nově otevřela možnost nákupu vlastního rodinného domu. Zvýšení poptávky po nemovitostech vedlo k logickému zvyšování jejich ceny. Třetím a velice důležitým faktorem byl vznik a růst spekulativní poptávky po nemovitostech.

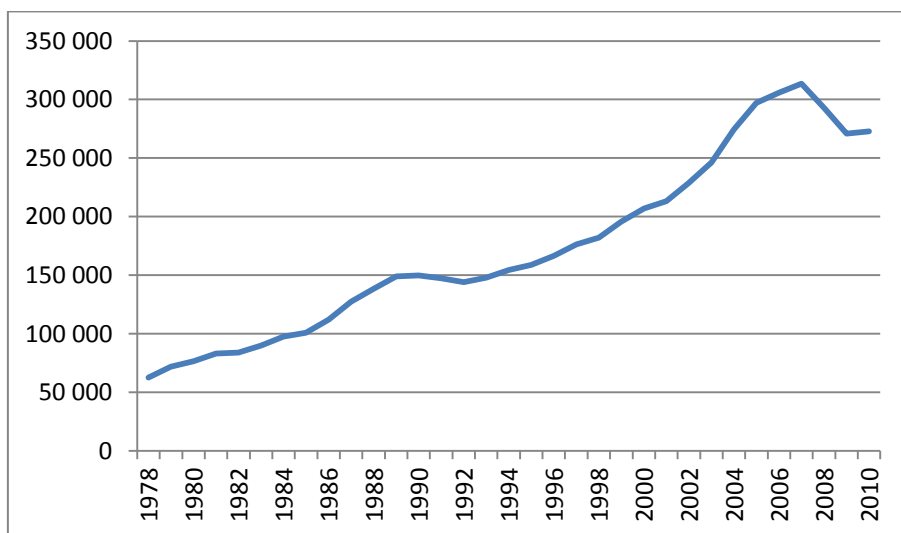
Spekulující investoři, vědomí si rostoucích cen nemovitostí, je kupovali za účelem ještě výhodnějšího prodeje v budoucnosti. Tato spekulativní poptávka dále zvyšovala ceny a lákala mnohé další optimistické investory sázející na pokračující zvyšování cen nemovitostí. V USA tak bylo ve letech 2002-2004 23% všech koupených domů pořízeno jako investice. Dalších 13% jsou pak druhé domy, u kterých však experti věří, že je mnoho

---

<sup>44</sup> BOROVIČKA, J. Ekonomické bubliny. *Pinus bloguje* [online]. Pinus@chicago [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://pinus.bloguje.cz/881052-ekonomicke-bubliny.php>.

lidí nakoupilo pouze za spekulacním účelem zpětného prodeje. Dochází dokonce i ke koupi a prodeji nových nemovitostí ještě před jejich postavením. U velké části nemovitostí došlo ke změně majitele dokonce i 2x nebo 3x než se do nich konečně někdo nastěhoval.<sup>45</sup> V roce 2005 bylo zakoupeno jako investice nebo jako druhý dům dokonce už 40% veškerých nových domů.<sup>46</sup>

Velký zájem o nemovitosti logicky způsobil i nevídaný nárůst jejich cen. V roce 2000 se průměrná cena nového rodinného domu v USA pohybovala kolem 207 000 amerických dolarů, v roce 2007 to bylo již téměř 314 000 dolarů. Za tuto dobu tak došlo k více než 50% cenovému růstu. Ročně se nominální cena nových nemovitostí v tomto období zvyšovala o 8 procent. Nominální hodnota nemovitostí vlastněných domácnostmi se od roku 2000 do roku 2007 zvýšila o více než 70%, v roce 2000 domácnosti vlastnily nemovitosti v hodnotě 12 bilionů dolarů, v roce 2007 se tato hodnota rovná téměř 21 miliardám dolarů.

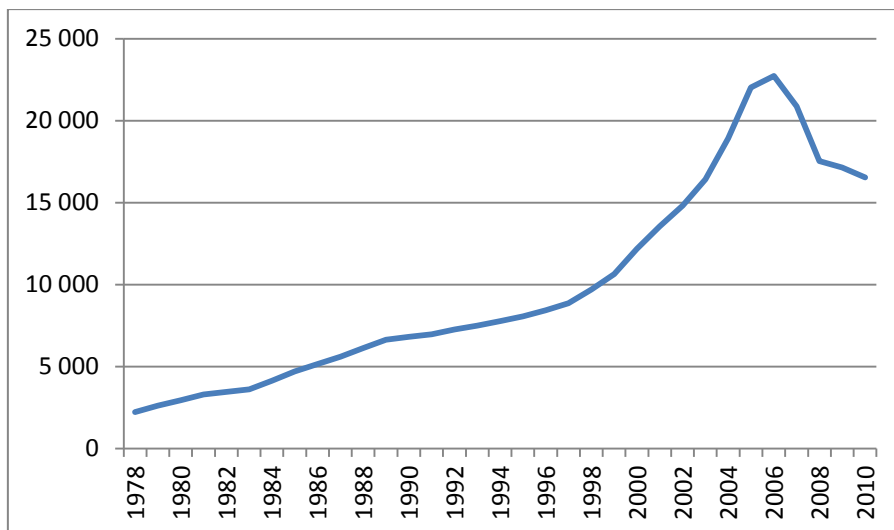


**Obrázek 13: Průměrná prodejní cena nového rodinného domu v USA (v USD)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Median and Average Sales Prices of New Homes Sold in United States* [online]. United States Census Bureau [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.census.gov/const/uspriceann.pdf>.

<sup>45</sup> ZIKA, M. *Trh s nemovitostmi je největší bublina v historii* [online]. Peníze.cz, 23. 6. 2005 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/investice/17385-trh-s-nemovitostmi-je-nejvetsi-bublina-v-historii>.

<sup>46</sup> MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. ISBN: 978-80-251-2527-7.



**Obrázek 14: Nominální hodnota nemovitostí vlastněných domácnostmi (v mld. USD)**

Zdroj: *Flow of Funds Accounts of the United States, Federal Reserve Statistic Release* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm>.

V letech 2001 až 2005 rostl počet nových prodaných nemovitostí o více než 9 procent. Meziroční nárůst cen se v této době pohyboval nad 8 procenty. Když tyto dvě čísla sečteme, jsme přibližně u 18 procent, přesně o tolik by museli zvyšovat roční příjmy domácnosti, aby byly v souladu s růstem objemu nakoupených nemovitostí. Ve skutečnosti se však zvyšovaly jen o 5 procent. Z logiky věci tak vyplývá, že mnoho z postavených a koupených nemovitostí bylo financováno na dluh. Celkovou hodnotu bubliny lze pak odhadnout na přibližně na 730 000 rodinných domů, které by bez tohoto dluhového financování nikdo nepostavil a nekoupil. Při průměrné ceně nového rodinného domu na úrovni necelých 250 000 dolarů (cena stanovena mediánem) to představuje cenovou bublinu o objemu 180 miliard dolarů.<sup>47</sup>

<sup>47</sup> ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: Příčiny, průběh, následky (2. díl)* [online]. Euroekonom, 10. 3. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>.

## 2.7 Sekuritizace

Pavel Kohout definuje sekuritizaci jako „proces, během něž se z velkého počtu drobných dluhů vyrábějí dluhopisy obchodované na veřejných trzích“.<sup>48</sup> Dochází tak ke sdružování nelikvidních aktiv, s kterými jsou spojeny peněžní toky v budoucnosti, do balíků. Přičemž původní aktiva jsou většinou příliš malou záležitostí, než aby byla samostatně prodejná, tedy obchodovatelná na veřejných trzích. Původním podkladovým aktivem můžou být různé typy úvěrů jako třeba hypoteční úvěry, úvěry na kreditních kartách, leasing a podobně.

S procesem sekuritizace se setkáváme již v 70. letech dvacátého století<sup>49</sup>, kdy se banky rozhodly sekuritizovat hypotéky fyzickým osobám a vytvářely tzv. Mortgage Backed Securities (MBS), dluhové papíry zajištěné hypotékami,<sup>50</sup> k prvnímu veřejnému prodeji došlo již v roce 1997, avšak největšího rozmachu se sekuritizace dočkala až po roce 2005. Jako hlavní centrum můžeme označit USA, avšak postupně došlo k velmi rychlému rozšíření tohoto trendu i do dalších částí světa.<sup>51</sup> Z historického hlediska k expanzi sekuritizace přispěla i tzv. Clintonova revize z roku 1995, jejíž součástí byla i tzv.

---

<sup>48</sup> KOHOUT, P. *Finance po krizi – Evropa na cestě do neznáma*. 3. vyd. Praha: Grada, 2011, s. 20. ISBN: 978-80-247-4019-58.

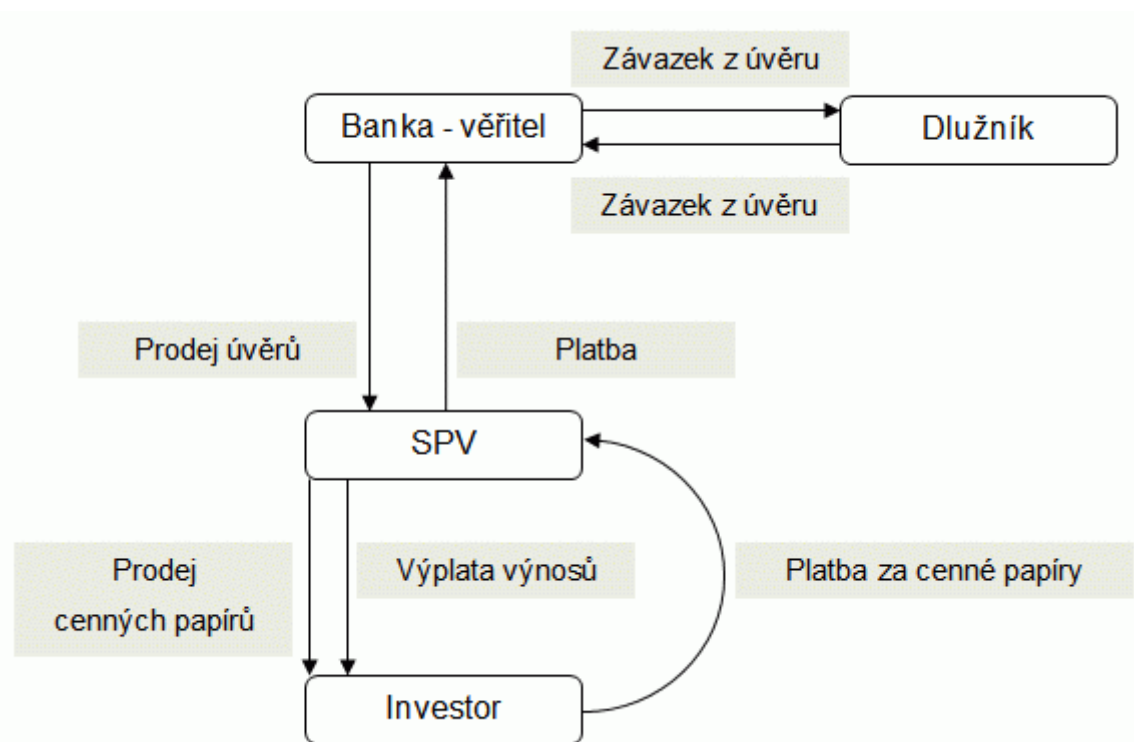
<sup>49</sup> *Sekuritizace – novodobý globální trend s následky krize* [online]. Finanční noviny, 29. 4. 2010 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://www.financninoviny.cz/zpravy/sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/469901&id\\_seznam=1031](http://www.financninoviny.cz/zpravy/sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/469901&id_seznam=1031).

<sup>50</sup> Cenný papír zajištěný hypotékami. *Slovník investora* [online]. iPoint [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.ipoint.cz/skola-investora/slovník-investora/181-cenny-papir-zajisteny-hypotekami-mortgage-backed-security-mbs/>.

<sup>51</sup> *Sekuritizace – novodobý globální trend s následky krize* [online]. Finanční noviny, 29. 4. 2010 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://www.financninoviny.cz/zpravy/sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/469901&id\\_seznam=1031](http://www.financninoviny.cz/zpravy/sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/469901&id_seznam=1031).

sekuritizace hypoték a jejich prodeje jako státem podporovaných obligací investorům domácím i zahraničním.<sup>52</sup>

Obrázek č. 15 zjednodušeně představuje celý proces sekuritizace úvěrů. Banka nejdřív z různých typů úvěrů vytvoří tzv. balík. Tento balík je pak prodán tzv. speciální účelové jednotce (Special purpose entity – SPE), což je v podstatě nebankovní instituce, často zakládané jako dceřiné společnosti avšak s odděleným účetnictvím od mateřské společnosti (banky). SPE poté na balík vydá obchodovatelné cenné papíry, které jsou zajištěny původními podkladovými aktivy. Tyto dluhové cenné papíry (Asset-Backed Securities - ABS) jsou pak dále prodávány investorům.



**Obrázek 15: Schéma sekuritizace**

*Zdroj: Vlastní zpracování*

---

<sup>52</sup> ZELENÝ, M. Geneze celosvětové krize. *Atlas transformace* [online]. Monument transformace [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.monumenttotransformation.org/atlas-transformace/html/g/geneze-celosvetove-krize/geneze-celosvetove-krize.html>.

Balíky úvěrů jsou většinou rozděleny na tzv. tranše, a to podle kvality podkladových aktiv. Jednotlivé tranše se liší mírou podstoupeného rizika a velikostí možného výnosu. Nejméně rizikové jsou senior tranše (s ratingem A až AAA), avšak tyto jsou rovněž spojeny s nejnižším výnosem. Mezzanine tranše nese střední riziko a investorům je z nich slibován vyšší výnos než u dříve zmíněných nejbezpečnějších senior tranší. Rating mezzanine tranší se pohybuje mezi B a BBB. Nejrizikovější jsou junior tranše, tyto cenné papíry jsou sice nejvýnosnější, avšak pokud dojde k nesplacení podkladového aktiva (například úvěru), junior tranše je pak tou první, která nese riziko v podobě nevyplacení slíbeného úroku investorovi a nenávratnosti jistiny.<sup>53</sup>

Motivy bank pro využívání sekuritizace aktiv jsou poměrně jasné. Bankovním institucím šlo zejména o to, v jisté míře se vymanit z bankovní regulace, tedy obejít pravidlo kapitálové přiměřenosti. To spočívá v udržování určitého stanoveného poměru mezi poskytnutými úvěry a velikostí vlastního kapitálu. Pokud tedy banky chtějí zvýšit hodnotu poskytovaných úvěrů, musí zároveň zvýšit i hodnotu vlastního kapitálu. Převodem vybraných aktiv na SPE tak dochází k jejich odstranění z bilance banky a zároveň i k vyřešení problému s kapitálovou přiměřeností. Dalším pozitivem z hlediska bank bylo rovněž praktické přenesení rizika na jiný subjekt (investora).<sup>54</sup>

Původně sekuritizace neměla představovat téměř žádnou hrozbu, týkala se totiž jen kvalitních (prime) hypoték, u kterých bylo jen velmi malé riziko jejich nesplacení. Celý proces měl ve svém prvopočátku zajistit hlavně snížení úvěrového rizika v celém bankovním sektoru a to formou diverzifikace, tedy přenesením rizika samotného na investory. Když se však uvolnily praktiky při poskytování hypoték, došlo současně i ke změně v celém procesu, terčem sekuritizace se postupně stále více stávaly nekvalitní

---

<sup>53</sup> Collateralized Debt Obligation. *Finance a management* [online]. Středoevropské centrum pro finance a management [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://finance-management.cz/080vypisPojmu.php?X=Collateralized+Debt+Obligation+CDO&IdPojPass=87>.

<sup>54</sup> KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN: 978-80-7431-012-6.



subprime hypotéky, poskytované méně movitým americkým rodinám, u nichž logicky hrozila větší pravděpodobnost jejich nesplácení.<sup>55</sup> Pomocí sekuritizace se však banky tohoto rizika můžou poměrně snadno zbavit a zároveň poskytovat stále rizikovější úvěry.

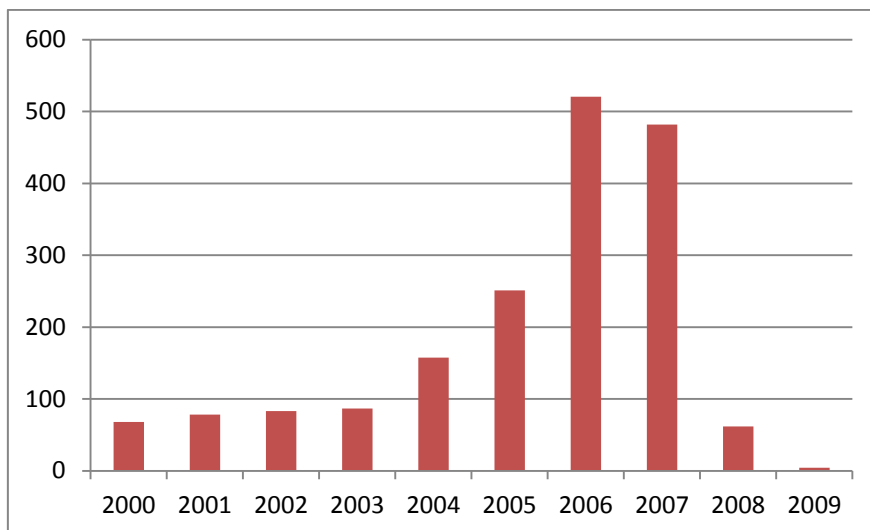
### **2.7.1 Zajištěné dluhové obligace**

K nejvýznamnějším instrumentům sekuritizace patří zejména tzv. Collateralized Debt Obligations (CDOs), česky zajištěné dluhové obligace. Tento produkt vznikne tak, že banky dají dohromady velké množství dluhových aktiv a na tyto aktiva je poté vydán dluhový cenný papír, CDO. Zástavních aktiv může být v jednom „balíčku“ řádově i 200 a více kusů. Podkladovými aktivy mohou být různé typy úvěrů, například klasické bankovní úvěry v podstatě, různé strukturované produkty, dluhopisy a jiné úvěrové deriváty. V souvislosti s popisovanou finanční krizí měly největší vliv CDOs založené na amerických subprime hypotékách.

První cenné papíry tohoto typu jsou vytvořeny již v roce 1987, svého rozmachu se dočkaly až na počátku nového tisíciletí. V roce 2004 byly zobchodovány CDOs v hodnotě rovnající se 157 miliardám USD, v roce 2006 dosáhl trh s CDOs svého maxima, kdy bylo emitováno zajištěné dluhové obligace v hodnotě 552 mld. USD.

---

<sup>55</sup> BAŽANTOVÁ, I., et al. *Morální hazard: vymezení, příčiny a důsledky*. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2010. ISBN: 978-80-246-1823-4.



**Obrázek 16: Objem globálně vydaných CDOs (v mld. USD)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: BELTRAN, Daniel O. and CHARLES P. Thomas. *Could Asymmetric Information Alone Have Caused the Collapse of Private-Label Securitization?* *International Finance Discussion Papers* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2010 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/1010/ifdp1010.htm>.

Velké obliby dosáhly zajištěné dluhové obligace mezi mnoha americkými i evropskými bankami, investičními institucemi, penzijními fondy i životními pojišťovnami.<sup>56</sup> Rozmach v obchodování s CDOs je mimo jiné spojován i s novým modelem oceňování CDOs, respektive portfolií hypoték, s kterým v roce 2001 přišel David X. Li. Tento model vyřešil dilema finančníků, jakým je pravděpodobnost, že dojde k selhání všech dlužníků najednou. Místo historických dat o nesplácení použil ceny credit default swapů (CDS), tedy tržní ocenění rizika. Výsledkem jeho vzorce bylo krásné a srozumitelné číslo o korelaci selhání dlužníků, které bankovní počítaři mohli předložit svým manažerům. Ratingové agentury se nemusely pitvat v číslech a mohly cenným papírům (CDOs) založeným na hypotékách dávat ta nejvyšší hodnocení<sup>57</sup>. Veškerá opatrnost tak šla stranou, což jen podnítilo boom při dalším vydávání a obchodování těchto derivátů. V následující tabulce jsou uvedeni ústřední ručitelé globálně emitovaných CDOs.

<sup>56</sup> MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

<sup>57</sup> TŮMA, A. *Jak ekonomové počítali, až se přepočítali...* [online]. Finmag, 9. 3. 2009 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/penize/jak-ekonomove-pocitali-az-se-prepocitali/>.

**Tabulka 3: Ústřední ručitelé produktů CDOs**

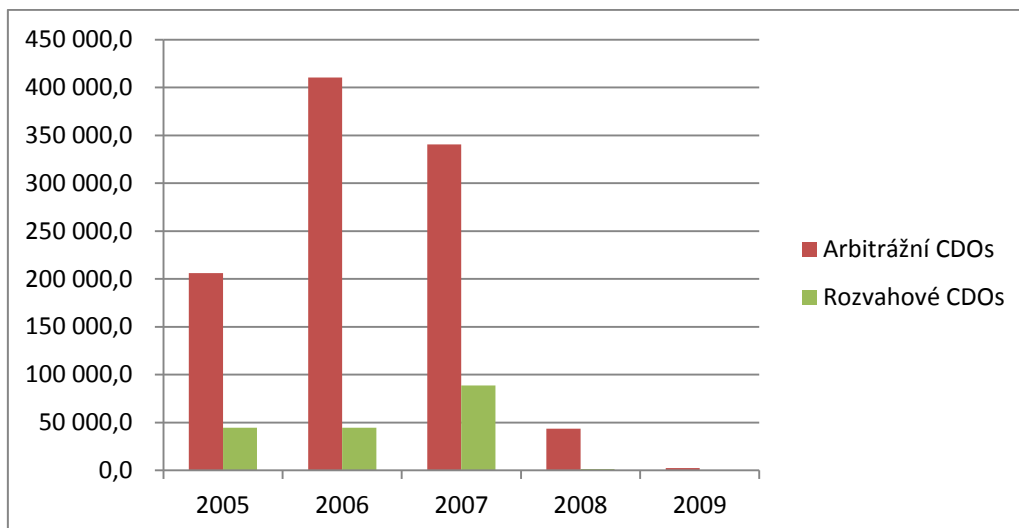
<b>Ručitel</b>	<b>Objem emisí v mld. USD</b>	<b>Tržní podíl v procentech</b>	<b>Počet ručitelských obchodů</b>
<b>Citibank</b>	41	9,9	58
<b>Merril Lynch</b>	38	9,2	53
<b>Deutsche Bank</b>	24	5,7	40
<b>Wachovia Corp</b>	22	5,3	44
<b>JP Morgan</b>	20	4,8	39
<b>Barclays Capital</b>	19	4,5	20
<b>Morgan Stanley</b>	19	4,4	93
<b>Bear Stearns</b>	17	4,0	07
<b>UBS</b>	17	4,0	40
<b>Bank of America</b>	16	3,8	22

*Zdroj: Vlastní zpracování z: MUSÍLEK, P. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. Český finanční a účetní časopis [online], Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 4, č. 4, s. 6-20 [vid. 2012-04-14]. ISSN 1802-2200. Dostupné z: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf).*

Hlavní důvody emitování a obchodování s CDOs byly v podstatě dvojí, za prvé to byla již dříve zmíněná snaha bank vyhnout se regulaci týkající se určitého poměru mezi vlastním kapitálem a hodnotou poskytnutých úvěrů, banky tak díky sekuritizaci mohly poskytnuté půjčky a úvěry odstranit ze své rozvahy a vyhnout se tak pravidlům kapitálové přiměřenosti, tyto CDOs jsou označeny jako Balance sheet CDOs (česky rozvahové CDOs). Druhým důvodem je snaha dosáhnout zisku plynoucího z rozdílu mezi náklady na pořízení a prodejní cenou, zde hovoříme o tzv. Arbitrage CDOs (česky arbitrážní).<sup>58</sup> Na obrázku č. 17 je zobrazen vývoj obchodovaných CDOs podle účelu, kde zcela jasně můžeme pozorovat převahu v kategorii Arbitrage.

---

<sup>58</sup> ČERVINEK, P., et al. Evropské finanční systémy 2009, *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference* [online]. Brno: Masarykova univerzita, 2009 [vid. 2012-04-22]. ISBN: 978-210-4882-9. Dostupné z: <http://is.muni.cz/do/econ/sborniky/2009/evropske-financi-systemy-2009.pdf>.



**Obrázek 17: Emitované CDOs podle účelu emise (v mil. USD)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Global CDO Issuance. Statistics and data pertaining to financial markets and the economy* [online]. Sifma: Invested in America [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/SF-Global-CDO-SIFMA.xls>.

## 2.7.2 Sekuritizace v Evropě

Cenné papíry emitované na základě sekuritizace se v novém tisíciletí staly oblíbenými nejen ve Spojených státech. Můžeme se tak setkat s mnoha evropskými subjekty, které se tyto cenné papíry, s vidinou výhodné investice, rozhodly nakupovat. Jednalo se zejména o evropské banky, penzijní fondy a hedgeové fondy, které se oddaly opravdu mohutnému investování.

Mimo obchodování s americkými dluhovými cennými papíry se zároveň mnoho evropských finančních institucí rozhodlo sekuritizovat svá vlastní aktiva. Jak je vidět z tabulky č. 4, největší množství sekuritizovaných aktiv bylo zobchodováno ve Velké Británii, Španělsku a Nizozemsku. Mezi instituce, které se na procesu sekuritizace v Evropě podílely nejvíce, můžeme zařadit především velké bankovní ústavy jako například Royal Bank of Scotland a Barclays Bank ve Velké Británii.<sup>59</sup>

<sup>59</sup> KAMENÍKOVÁ, B., A. SKOPALÍK. Převod rizik pomocí Sekuritizace. 4. mezinárodní konference Řízení a modelování finančních rizik [online]. Ostrava: Vysoká škola báňská, 2008 [vid. 2012-04-22].

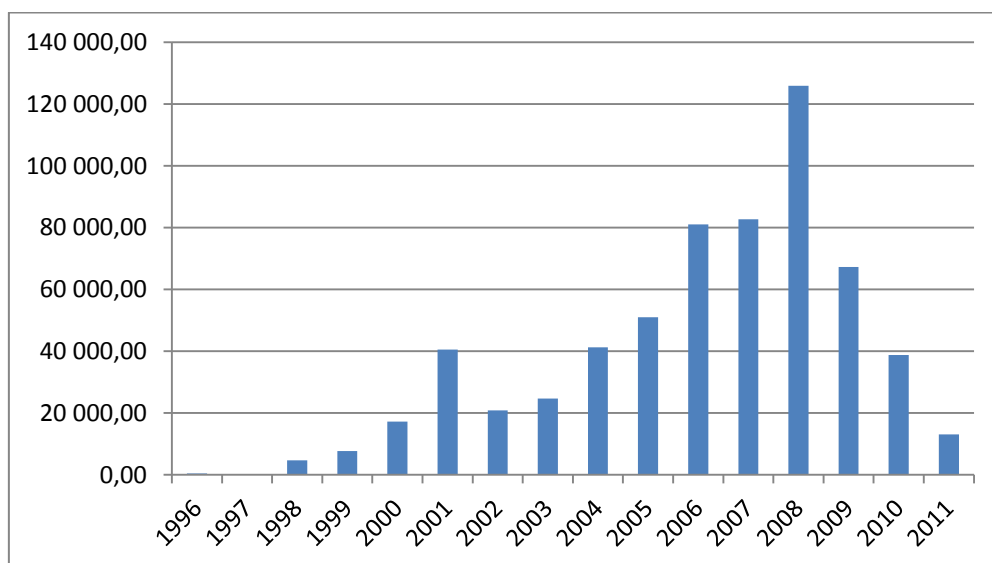
→ pokračování na další straně

**Tabulka 4: Objem sekuritizovaných aktiv pro vybrané evropské země (v mld. EUR)**

Země	2004	2005	2006	2007
United Kingdom	105,76	145,02	192,2	172,6
Spain	34,47	42,45	44,0	61,1
Netherlands	19,64	35,99	28,6	40,8
Italy	33,57	32,57	30,2	26,4
Germany	6,50	21,66	37,7	18,5
France	7,02	9,08	7,7	3,9
Portugal	7,11	7,60	5,8	10,8

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Securitization.net* [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.securitization.net>.

Objem obchodovaných CODs v Evropě rostl až do roku 2008. Rapidní růst hodnoty zobchodovaných CDOs od roku 2002 do roku 2008 je znázorněn na obrázku č. 18.



**Obrázek 18: CDOs vydané v Evropě (v mil. USD)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *European Securitisation* [online]. Sifma: *Invested in America* [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.sifma.org/uploadedfiles/research/statistics/statisticsfiles/sf-europe-issuance-afme-sifma.xls>

<http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/ekf/konference/cs/okruhy/rmfr/rocnik-2008/prispevky/dokumenty/Kamenikova.Skopalik.pdf>.

Rozvoj sekuritizace lze považovat za jednu ze zásadních příčin globální finanční krize. Sekuritizace jako taková přispěla zejména k nadměrnému úvěrování v USA, jelikož banky díky ní mohly převádět rizika na další instituce, byly tak ochotny snížit úvěrové standardy a úvěry poskytovat rizikovějším dlužníkům. Do rizikových cenných papírů, které vznikaly na základě sekuritizace a byly postaveny na nekvalitních amerických (zejména hypotečních) úvěrech poté investovala řada zahraničních institucí. Tak se sekuritizace významnou měrou podílela na šíření finanční nákazy do dalších světových zemí mimo území USA.

## 2.8 Selhání ratingových agentur

Smyslem ratingových agentur je udělování určitého ohodnocení jednotlivým emisím, tedy cenným papírům, tak i samotným emitentům, což mohou být například jak bank, ale i třeba stát. Požaduje se od nich především nezávislost a důvěryhodnost, jelikož právě na jejich hodnocení je mnoho subjektů závislých při svém rozhodování. Obecně nejčastější je rating úvěrový, který by měl vypovídat o „zdraví“ cenného papíru, kdy se hodnotí pravděpodobnost splacení této emise nebo emitenta tedy dlužníka, zde se hodnotí schopnost samotného emitenta dostát svým závazkům.<sup>60</sup>

V současné době mezi top 3 ratingové agentury patří Moody's, Standard & Poor's a Fitch Ratings, které jsou v současnosti označovány jako tzv. „velká trojka“. Tyto agentury nejenže ovládají celý americký ratingový trh, ale současně svá hodnocení provádějí po celém světě.

Právě ratingové agentury jsou mnoha odborníky označovány za spoluviníky finanční krize. V době před krizí se o ratingová hodnocení při svém rozhodování opíralo stále více subjektů finančního trhu, jelikož investoři většinou nebyli schopni rizika spojená se

---

<sup>60</sup> SPILKA, J. *Rating jako zdroj informací*. [online]. Měsec.cz, 6. 4. 2007 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/rating-jako-zdroj-informaci/>.

novými a většinou velmi složitými produkty sekuritizace sami zhodnotit. Jak se však ukázalo v budoucnosti, ratingové agentury při svém hodnocení silně podcenily potenciální rizika. Nejvyšší hodnocení AAA tak například dostávaly i CDOs založené na substandardních hypotékách, těmto produktům tak byl přiřazen stejný rating jako například standardním státním dluhopisům.<sup>61</sup> Množství subjektů si na základně vysokého ratingu myslelo, že tyto cenné papíry nemůžou být zasaženy nesplácením pokladových aktiv a tak do nich masivně investovalo.

Svým vysokým ohodnocením tak agentury bezpochyby přispěly rozmachu těchto cenných papírů a jejich rozšíření do celého světa. Tyto tedy bezesporu nesou svou vinu na roztočení spirály finanční krize.

## **2.9 Shrnutí**

Jak je patrné z předešlé analýzy, popisovaná finanční krize je výsledkem řady faktorů, které se postupně doplňovaly. Jejich propojenost nemusí být na první pohled zcela zřejmá, a přece právě množství těchto příčin a jejich vzájemná „kooperace“ vedla k vytvoření krize globálních rozměrů. Proto je zásadní tuto propojenost a závislost jednotlivých faktorů ukázat, shrnout a samostatné příčiny tak složit do ucelené mozaiky.

Základní problém spočívá v nezdravém ekonomickém prostředí Spojených států amerických. Důležitou roli hrála úvěrová expanze nastartovaná americkou centrální bankou těsně po splasknutí internetové bubliny. FED se již v průběhu roku 2001 rozhodl snížit základní úrokovou sazbu, což se projevilo ve snadné dostupnosti všech typů úvěrů a nárůstu zadluženosti. Pokles úrokové sazby FEDu měl samozřejmě vliv i na vývoj sazeb hypotečních úvěrů, které rovněž klesaly, tento vývoj motivoval i sociálně slabší domácnosti k nákupu vlastního bydlení. Svoji roli sehrála i liberalizace úvěrových

---

<sup>61</sup> KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN: 978-80-7431-012-6.

podmínek, na které se z velké části podílel stát, bankovní domy tak v podstatě dostaly uloženo, že mají půjčovat nezávisle na finanční situaci dlužníka, tudíž rizikověji. Banky však vzniklou situaci dokázaly otočit ve svůj prospěch a rizikové klienty nakonec samy vyhledávaly, zde již začala hrát významnou roli sekuritizace. Finanční instituce pomocí sekuritizace převáděly úvěry, jež poskytly, do formy cenných papírů a tyto cenné papíry poté prodávaly investorům. Tak se v podstatě zbavovaly rizika spojeného s možným nesplacením půjček, což ve svém důsledku vedlo k poskytování stále rizikovějších úvěrů. Ohodnotit tyto cenné papíry, a v ideálním případě omezit riziko kupujících, bylo úkolem ratingových agentur. Ty však svou úlohu nezvládly a i CDOs obsahující velmi rizikové subprime hodnotily jako téměř bezrizikové, čímž obliba těchto derivátů ještě vzrostla.

Nízké úrokové sazby, uvolnění podmínek v poskytování hypotečních úvěrů, ochota bank půjčovat stále rizikovějším klientům, to všechno vyústilo v rostoucí počet prodaných nemovitostí, s tím související růst jejich cen a nafouknutí realitní bubliny. Nastala tedy situace, kdy byly ceny nemovitostí silně nadhodnoceny, americká společnost nezdravě předlužena a velmi rizikové cenné papíry vázané na americké subprime hypotéky rozesety díky globalizaci finančních trhů téměř po celém světě. Krach na trhu s nemovitostmi by tedy dostal do existenčních problémů jak domácnosti, tak finanční ústavy, jež rizikovým klientům peníze půjčily a nakonec samozřejmě i investory v čele s mnoha finančními institucemi, které masivně investovaly do cenných papírů svázaných s americkými hypotékami.



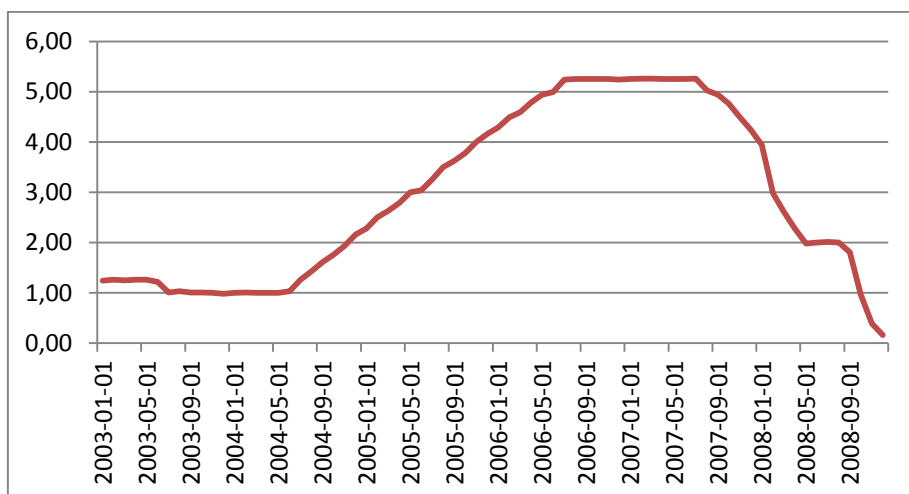
### 3. Propuknutí a průběh krize

Snad všichni analytici a odborníci se shodují v názoru, že počátek Velké finanční krize můžeme sledovat na hypotečním trhu Spojených států, až následně se tato krize rozšířila i do dalších sektorů ekonomiky a dalších zemí. V této kapitole se nejprve podíváme na situaci, která nastala na americkém trhu s nemovitostmi a která v podstatě celou finanční krizi nastrovala. Analyzován bude i průběh krize v čele s krachy významných finančních společností.

#### 3.1 Pokles poptávky po nemovitostech v USA, pokles cen

Poptávka po nemovitostech v USA rostla až do roku 2005, již v roce 2006 však dochází k jejímu poklesu a realitní trh Spojených států se pomalu ale jistě začal přesycovat.

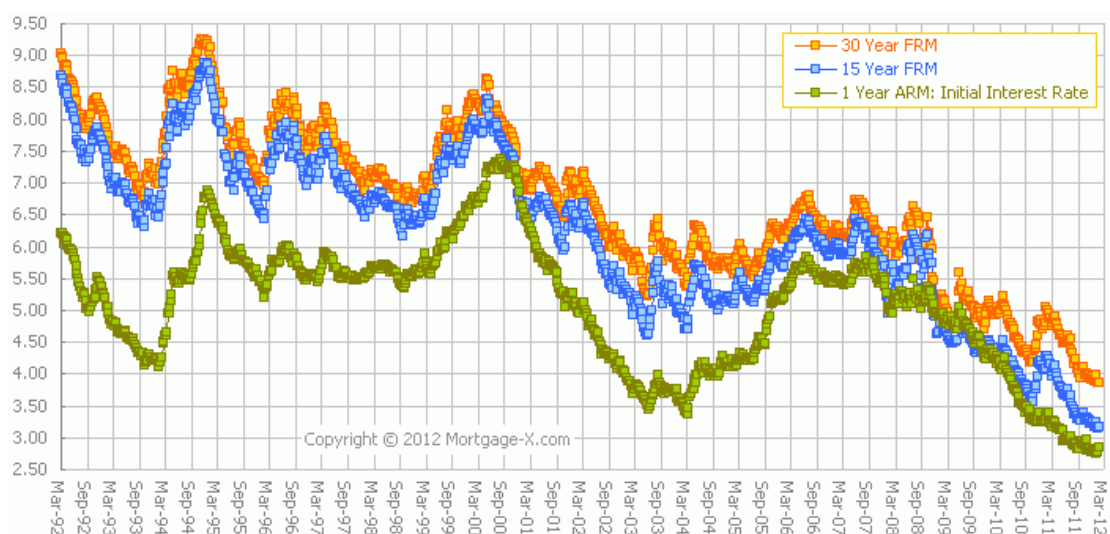
Zřejmě hlavní příčinou klesající poptávky bylo zřejmě rozhodnutí FEDu ukončit období politiky levných peněz a zvýšit základní úrokovou sazbu. Ještě v roce 2003 udržovala americká centrální banka tuto sazbu na pouhém jednom procentu, na konci roku 2004 to však byly již procenta dvě. V roce 2005 došlo k dalšímu navýšení, tentokrát přibližně o dvě procenta a na konci roku 2006 činila základní sazba FEDu dokonce už 5,25 procent.



**Obrázek 19: Základní úroková sazba FEDu (měsíčně, v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Selected Interest Rates. Statistic Releases and Historical Data* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>.

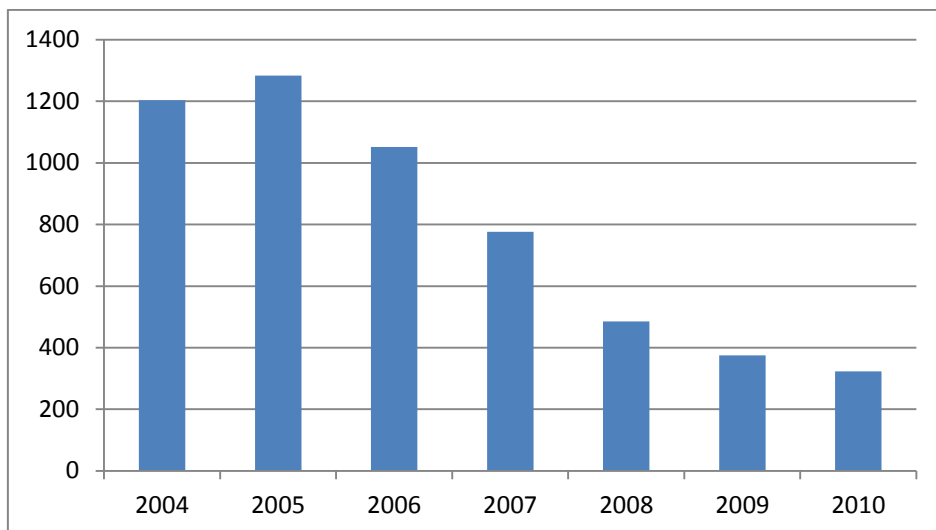
Zvýšení úrokové sazby FEDu mělo samozřejmě vliv i na hypoteční úrokové sazby, k největšímu růstu sazeb došlo u hypoték s jednoletou fixací (1 Year ARM), kde se od roku 2003 do roku 2006 můžeme setkat s dvouprocentním zdražením, když úroková sazba u těchto typů hypoték vzrostla za 3,5 procenta na celých 5,5 procent. Sazby rostly i u dalších typů hypoték, u těch s patnáctiletou a třicetiletou fixací činil růst přibližně 1 procento. U prvního typu hypoték tak stoupla sazba z přibližně 5 procent na 6 procent, u hypoték s třicetiletou fixací z 5,5 procent na 6,5 procenta.



**Obrázek 20: Hypoteční úrokové sazby v USA (v procentech)**

Zdroj: Mortgage-X: Mortgage Information Service [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://mortgage-x.com/trends.htm>.

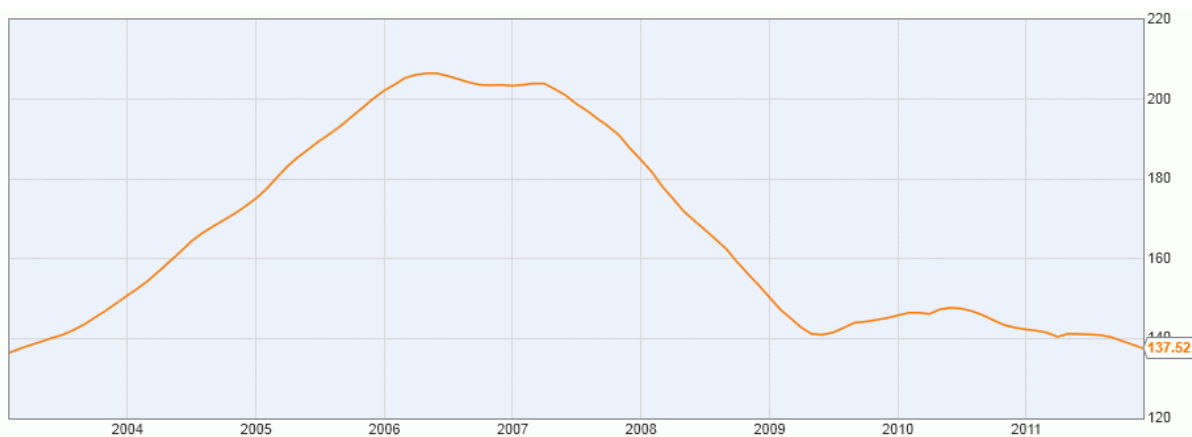
Počet zájemců o vlastní bydlení začal prudce klesat, důvodem byly jak vysoké úrokové sazby u hypotečních úvěrů, tak i vlastní cena domů, která se během posledních let vyšplhala do téměř závratných hodnot.



**Obrázek 21: Počet prodaných rodinných domů v USA (v tisících)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Houses sold by region* [online]. United States Census Bureau [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.census.gov/const/soldann.pdf>.

Společně s poklesem poptávky po nemovitostech souběžně klesala i jejich cena. Výraznější pokles cen domů je patrný od roku 2007, v první třetině tohoto roku sice nebyl pokles nijak zřetelný, k velmi prudkému poklesu dochází až během druhé a třetí třetiny téhož roku. Podle Case-Shillerova indexu, který měří vývoj cen rezidenčních nemovitostí v USA, ceny v roce 2007 spadly průměrně o 15 procent, ve velkých městech však dochází ještě k silnějšímu pádu cen.



**Obrázek 22: Case-shiller home price index**

Zdroj: YCharts [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://ycharts.com/>.

V roce 2007 činila průměrná prodejní cena rodinného domu v USA necelých 314 tisíc amerických dolarů, v roce 2008 to bylo již jen něco přes 290 tisíc a v roce 2009 tato průměrná cena klesla dokonce až na 270 tisíc.<sup>62</sup>

### 3.2 Problémy s nesplácením hypoték v USA

Pokles poptávky po nemovitostech však nebyl jediným důsledkem rostoucích úrokových sazeb. Jak rostly úrokové sazby, rostly logicky i měsíční splátky u variabilních hypoték. Zároveň u velké části hypoték skončilo úvodního období, kdy klient splácí pouze úrok, a měsíční splátky jsou tak navýšeny i o část jistiny.<sup>63</sup> Problémy se začaly objevovat především u subprime hypoték, které byly poskytovány méně výdělečným rodinám. Na splácení takové hypotéky si ještě v roce 2003 musela podprůměrně příjmová rodina vyhradit asi čtvrtinu měsíčního rodinného rozpočtu, v roce 2006 to však díky rostoucím hypotečním sazbám byla již třetina rozpočtu.<sup>64</sup> Mnoho rodin se tak dostalo do tíživé finanční situace, kdy hrozilo, že nebudou schopny své hypotéky splácet. Vzhledem ke klesající ceně nemovitostí v podstatě odpadla i možnost nemovitost prodat a z utržených peněz hypotéku splatit, jelikož dluh byl větší než současná cena nemovitosti.

Kromě zvýšení sazeb hypotečních úvěrů se americké domácnosti musely potýkat i s rostoucí cenou pohonných hmot a potravin.<sup>65</sup> Jak lze vidět v tabulce č. 5., celkové výdaje na pohonné hmoty a jídlo stouply od roku 2004 do 2008 o přibližně 34% procent, z toho

---

<sup>62</sup> *Median and Average Sales Prices of New Homes Sold in United States* [online]. United States Census Bureau [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.census.gov/const/uspriceann.pdf>.

<sup>63</sup> KOHOUT, P. *Finance po krizi – Evropa na cestě do neznáma*. 3. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-4019-58.

<sup>64</sup> ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: Příčiny, průběh, následky (2. díl)* [online]. Euroekonom, 10. 3. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>.

<sup>65</sup> FOSTER, John B., F. MAGDOFF. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. ISBN: 978-80-902831-1-4.

výdaje pouze na pohonné hmoty zaznamenaly růst dokonce o rekordních 75%! Kombinace těchto faktorů ve svém důsledku způsobila, že část rodin, které na tom byly finančně nejhůře, opravdu přestaly své hypotéky splácet. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2007 stoupl počet nesplacených hypoték na hodnotu 0,83 procenta ze všech hypoték, rostl i počet hypoték s opožděnými splátkami, kterých bylo v tuto dobu 5,82 procent, což byla nejvyšší hodnota od roku 1985.<sup>66</sup>

**Tabulka 5: Výše exportu ČR (v mld. Kč)**

Rok	Potraviny	Pohonné hmoty	Celkem
2004	43,6	22,9	66,5
2005	42,6	28,8	71,4
2006	44,4	35,3	79,7
2007	46,6	32,6	79,2
2008	49,2	40,1	89,3
Růst výdajů	+12,8%	+75,1%	+34,3%
2004 - 2008			

Zdroj: Vlastní zpracování z: ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: Příčiny, průběh, následky* (2. díl) [online]. Euroekonom, 10. 3. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky3>.

Poskytovatelům hypoték začaly hrozit finanční problémy spojené s nesplácením úvěrů. U některých z nich se již hovořilo o potenciální krizi likvidity. Banky sice začaly problémovým dlužníkům nemovitosti zabavovat, ani to však vznikající problémy neřešilo, jelikož vzhledem ke klesající hodnotě domů již nebylo možné uskutečnit jejich prodej za původní ceny. Ztráty z jedné nemovitosti byly v USA odhadovány na přibližně 15-25 procent.<sup>67</sup>

<sup>66</sup> ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: Příčiny, průběh, následky* (2. díl) [online]. Euroekonom, 10. 3. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>.

<sup>67</sup> ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: Příčiny, průběh, následky* (3. díl) [online]. Euroekonom, 10. 3. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky3>.

### 3.3 Klesající hodnota cenných papírů

Kromě situace s neplatiči hypotečních úvěrů se však banky potýkaly ještě s dalším problémem. Jak cena domů klesala, začala klesat i cena cenných papírů založených na amerických nemovitostech, největší propad zaznamenaly CDOs podložené substandardními hypotékami.

Finančním problémům tak náhle čelily nejen banky, ale i další finanční instituce a v podstatě kdokoli, kdo investoval do cenných papírů založených na amerických hypotékách. Stále větší množství vlastníků zajištěných dluhových obligací s nižší tranší se dostávalo do situace, kdy jim přestaly být vypláceny pravidelné dividendy a přibližně v únoru 2007 již bylo jasné, že tito majitelé utrpí poměrně velké ztráty. Na základě tohoto zjištění hodnota těchto aktiv opět prudce klesla.<sup>68</sup> Pokles hodnoty těchto CDOs s nižší tranší se ve svém důsledku promítl do dalšího propadu cen nemovitostí. Náhle totiž neexistoval nikdo, kdo by byl ochoten do těchto cenných papírů investovat, banky tedy již nebyly ochotny jakékoli substandardní půjčky poskytovat, což se projevilo na poklesu poptávky po nemovitostech a logickém poklesu jejich cen.<sup>69</sup>

### 3.4 Krachy finančních institucí

Jak již bylo naznačeno výše, mnoho subjektů, zejména finančních ústavů, utrpělo ztráty spojené s neplněním splátek hypotečních úvěrů, poklesem ceny cenných papírů založených na substandardních hypotékách, do kterých masivně investovaly, a nevyplácením výnosů z těchto cenných papírů. Zároveň celou situaci ztěžoval fakt absolutní neprůhlednosti trhu s CDOs. Nikdo přesně nevěděl, jaké cenné papíry obsahují špatné hypoteční úvěry, zároveň nebylo možné určit, které finanční instituce jsou těmito cennými papíry opravdu nakaženy. Tak si i samy banky přestaly věřit a omezily mezibankovní obchody.

---

<sup>68</sup> KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN: 978-80-7021-984-3.

<sup>69</sup> KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN: 978-80-7021-984-3.

Důsledkem byl strmý pokles likvidity na mezibankovních trzích, podobný efekt se projevil i na trhu krátkodobých úvěrů. Snížená ochota bank poskytovat úvěry vyústila v téměř celosvětové zamrznutí úvěrového trhu. Bankovní subjekty se kvůli nízké důvěře na finančním trhu rovněž ocitly pod náporom vkladatelů požadujících své peníze.<sup>70</sup>

Mnoho finančních institucí se dostalo do existenčních problémů a u nemalého procenta postižených celá situace vyústila v jejich bankrot, jiné změnilы svého vlastníka, či byly znárodněny. Zřejmě první obětí finanční krize se stal jeden z největších amerických poskytovatelů hypoték, American Home Mortgage Investment. Tato společnost doplatila na nerozvážené poskytování hypotečních úvěrů nízkopříjmovým osobám, které poté nebyly schopny tyto půjčky řádně splácet. Dalším americkým hypotečním společností, Fannie Mae a Freddie Mac, musel z jejich problémů pomáhat stát. Během září roku 2008 krize postihla kolem 20 dalších bank, tyto banky se však již nevyskytovali pouze na území USA, ale jednalo se i o banky evropské. Paniku vyvolaly především problémy 4 bankovních gigantů z Wall Street: Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs a Morgan Stanley. Do problémů se dostala i největší světová pojišťovna AIG, největší spořitelna v USA Washington Mutual a největší makléřská společnost na světě Merrill Lynch. Postupem času se situace začala ještě více vyhrocovat, když mnohé z postižených společností zbankrotovaly.<sup>71</sup> Následující tabulka popisuje základní problémy finančních institucí, které se do problémů spojených s propuknutím finanční krize dostaly v prvních fázích krize:“

---

<sup>70</sup> KOHOUT, P. *Finance po krizi – Evropa na cestě do neznáma*. 3. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-4019-58.

<sup>71</sup> HORÁČEK, F. *Finanční krize zasáhla už desítky bank* [online]. iDnes.cz, 30. 9. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://ekonomika.idnes.cz/financi-krize-zasahla-uz-desitky-bank-dhh-/eko-zahranicni.aspx?c=A080930\\_162750\\_eko-zahranicni\\_fih](http://ekonomika.idnes.cz/financi-krize-zasahla-uz-desitky-bank-dhh-/eko-zahranicni.aspx?c=A080930_162750_eko-zahranicni_fih).

**Tabulka 6: Přehled velkých finančních institucí zasažených finanční krizí v roce 2008**

USA			
Datum	Instituce	Problém	Řešení
7.9.	Fannie Mae, Freddie Mac	Dvě největší hypoteční agentury v USA utrpěly ztráty z nesplácených hypoték.	Převzala nad nimi kontrolu americká vláda a na jejich záchranu bylo vyhrazeno několik desítek miliard dolarů.
15.9.	Merrill Lynch	Největší makléřská společnost na světě se za poslední rok potýkala s ohromnými ztrátami.	Koupila ji Bank of America za 50 miliard dolarů.
	Lehman Brothers	Tento investiční gigant utrpěl špatnými investicemi spjatými s nemovitostmi.	Zbankrotovala, jelikož se nepodařilo najít kupce.
17.9.	AIG	Největší pojišťovna na světě. Dostala se do problémů kvůli špatným investicím a kreditním swapům.	Zachránila ji až státní injekce. Vláda převzala drtivou většinu akcií.
23.9.	Goldman Sachs, Morgan Stanley	Investiční banky. Goldman Sachs je největší bankou Wall Streetu. Dostaly se do problémů kvůli tomu, že nedostatečně kryly jimi poskytnuté dlouhodobé úvěry.	Požádali FED o souhlas se změnou firemní struktury a staly se tak holdingy. Začaly tak podléhat přímé regulaci FEDu.
26.9.	Washington Mutual	Největší spořitelna v USA. Potýkala se s nedostatkem likvidity.	Bankrot. Aktiva za 1,9 miliardy dolarů koupila JPMorgan.
29.9.	Wachovia	Banka zaměřená na drobné klienty. Problémy jí způsobily rizikové investice.	Za 15 miliard dolarů ji získala banka Welles Fargo.
EVROPA			
18.9.	HBOS	Největší britská hypoteční banka. Dostala se do problémů zejména kvůli růstu mezibankovních půjček, na nichž je do velké míry závislá.	Změna vlastníka. Za 12 miliard liber ji koupila britská banka Lloyds TSB.
29.9.	Bradford & Bingley	Britská banka. V souvislosti s finanční	Byla znárodněna.



		krizí ji postihl prudký propad akcí.	
29.9.	Hypo Real Estate	Menší německá banka.	Zachránila ji půjčka od konsorcia bank, která měla pomoci při refinancování.
29.9.	Fortis	Nizozemsko-belgická banka. Potýkala se s hrozbou platební neschopnosti.	Byla znárodněna a dostala injekci ve výši 11,2 miliard eur.
29.9.	Glitnir	Třetí největší banka na Islandu, měla problémy s likviditou.	Byla na ni uvalena nucená správa.
30.9.	Dexia	Belgická banka. Utrpěla značné ztráty ve Spojených státech, oslabily i její akcie.	Dostala injekci 6,4 miliard eur od vlád Belgie, Francie a Lucemburska.

Zdroj: Vlastní zpracování z: HORÁČEK, F. Finanční krize zasáhla už desítky bank [online]. iDnes.cz, 30. 9. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://ekonomika.idnes.cz/financni-krize-zasahla-uz-desitky-bank-dhh-/eko-zahranicni.aspx?c=A080930\\_162750\\_eko-zahranicni\\_fih](http://ekonomika.idnes.cz/financni-krize-zasahla-uz-desitky-bank-dhh-/eko-zahranicni.aspx?c=A080930_162750_eko-zahranicni_fih).

Zásadní v celém vývoji finanční krize byla situace, do níž se dostal americký gigant Lehman Brothers. Právě bankrot této investiční společnosti je považován za počátek globální finanční krize, když doplatila na krach nemovitostního trhu USA. Zatímco v během let 2004 až 2006 tato banka vykazovala největší zisky (a to zejména díky vydávání cenných papírů zajištěných hypotékami), po pádu cen nemovitostí v roce 2007 se naopak začala potýkat s rekordními ztrátami. Poté, co selhaly veškeré pokusy spojené s její záchranou, vyhlásila 15. září 2008, bankrot. Následkem toho během hodiny zaznamenaly akciové trhy prudký pád, z portfolií investorů zmizelo více než 300 miliard dolarů. Za jediný den spadl index Dow Jones o 500 bodů. Zamrzl trh s mezibankovními úvěry a úrokové sazby na mezibankovním trhu vystřelily vzhůru.<sup>72</sup> Tak se z lokální krize likvidity stala globální finanční krize, která postupně přerostla ve světovou hospodářskou recesi.

<sup>72</sup> STUHLÍK, J. *Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti* [online]. Peníze.cz, 14. 9. 2009 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financni-propasti>.

## 4. Dopady finanční krize

Dopady na světovou ekonomiku jsme se rozhodli znázornit na hlavních makroekonomických ukazatelích. Zaměřili jsme se na vývoj nezaměstnanosti a tempa růstu hrubého domácího produktu v letech 2008 a 2009, kdy byl dopad finanční krize nejmarkantnější. Kromě těchto dvou ukazatelů je analyzován i vývoj hlavních světových akciových indexů, jelikož akciová burza bývá často považována za zrcadlo ekonomického vývoje.

S turbulencemi spojenými s finanční krizí se na akciových trzích se můžeme setkat již na přelomu roku 2007 a 2008. Panika spojená se strachem, že se ekonomika USA zřítí do recese, ovládla téměř všechny světové akciové burzy a s prudkým propadem akciových indexů se můžeme setkat přibližně od půlky roku 2008. Nejhorší propad zaznamenaly akcie finančních a stavebních společností, jichž se investoři zbavovali nejvíce.

Dopad krize na HDP pocítila velká část světových ekonomik již v roce 2008, kdy se do recese dostaly mimo jiné jak Spojené státy, tak i mnoho zemí Evropské unie, recesní vývoj pak pokračoval i v roce 2009. Jak se zvyšovalo množství problematických aktiv amerických i evropských bank, docházelo i k poklesu objemu finančních toků a problémům s likviditou, rovněž se zhoršila i dostupnost bankovních úvěrů, rostla nejistota a naproti tomu klesala cena aktiv.<sup>73</sup> Došlo nejen k zmrazení úvěrového trhu, ale kvůli rostoucím úrokovým sazbám i zdražení úvěrů samotných. Zhoršená dostupnost úvěrů se posléze promítla i do snížení soukromé spotřeby a investiční aktivity. Řada domácností byla současně nucena snižovat spotřebu kvůli finančním problémům plynoucích z jejich vysoké zadluženosti. Jak nižší spotřeba, tak i investice se poté promítly do poklesu celkového produktu. Dopad na HDP měl u mnoha zemí i pokles exportu, zde se jednalo především o státy, u kterých je HDP tvořeno z velké části zahraniční poptávkou.

---

<sup>73</sup> Národní ekonomická rada vlády. *Závěrečná zpráva* [online]. Vláda České republiky, 2009 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/dulezite-dokumenty/zaverecna-zprava-NERV.pdf>.

Nezaměstnanost rostla zejména v důsledku krachu velkého množství firem, jiné společnosti byly zase nuceny svoji výrobu omezit, což se na růstu míry nezaměstnanosti promítlo rovněž.

## **4.1 Dopady na Spojené státy americké**

### **4.1.1 Akciové trhy**

Na akciových trzích USA se první problémy začaly objevovat už začátkem roku 2008, kdy došlo k několika turbulentím spojeným s plošným pádem akcií. Situace však byla vždy velmi rychle zmírněna zásahem americké centrální banky.<sup>74</sup> Byl to však především pád Lehman Brothers v polovině září téhož roku, který odstartoval daleko masivnější pokles cen amerických akcií. Vývoj hlavních burzovních indexů Spojených států je patrný z obrázku č. 23. Asi nejznámější a nejsledovanější index světa, Dow Jones Industrial Average (DJI), který zahrnuje třicet nejvýznamnějších společností, zažil nejhorší období v průběhu března roku 2009, když jeho pokles oproti maximu v říjnu 2007 činil něco přes padesát procent. Padaly i další významné americké akciové indexy, přes 50% ztratil například od října 2007 do března 2009 i Standard&Poor's 500 Index (GSPC), který je považován za standardní měřítko výkonnosti amerického akciového trhu a obsahuje akcie 500 významných amerických společností. Podobný vývojem jako předchozí dva indexy procházel i index Nasdaq Composite (IXIC), sledující vývoj všech akcií obchodovaných na The Nasdaq Stock Market, obchodovány jsou zde i americké, tak i mimoamerické akcie.

---

<sup>74</sup> ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: příčiny, průběh, následky* (3. díl). Euroekonom [online]. [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky3>.

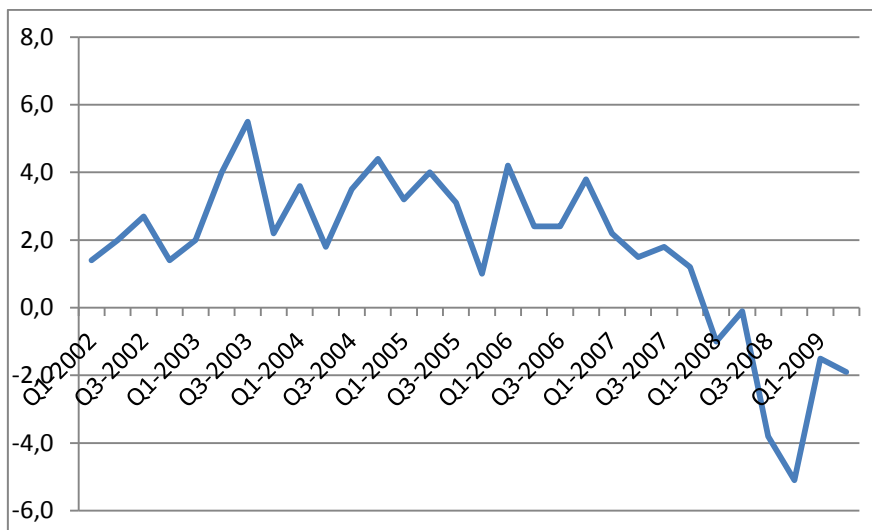


**Obrázek 23: Vývoj indexu NASDAQ Composite, S&P 500 a Dow Jones**

Zdroj: Yahoo! Finance [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>.

#### 4.1.2 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt Spojených států je dlouhodobě tažen především osobní spotřebou, která se v posledních letech podílí na tvorbě HDP přibližně dvěma třetinami, a soukromými investicemi. Obě tyto složky HDP dosahovaly od roku 2002 rychlého růstu a to zejména díky expanzivní monetární politice FEDu a z toho vyplývajících levných úvěrů. Americké domácnosti tak mohly žít na dluh, zvyšovaly svoji spotřebu a rostl i zájem o investování, zejména do rychle rostoucího trhu s nemovitostmi. Po vypuknutí hypoteční krize se však velké množství domácností dostalo do finančních problémů spojených se splácením svých půjček a musely tak své výdaje na spotřebu omezovat, svůj vliv na poklesu soukromé spotřeby mělo i zpřísnění úvěrových standardů bankami, což společně s rostoucími úrokovými sazbami odstavilo domácnosti od levných úvěrů. Dalším výrazným faktorem, který se negativně projevil na vývoji osobní spotřeby, byla bezpochyby i rostoucí nezaměstnanost. V roce 2007 ještě soukromá spotřeba roste, v následujícím roce to však již neplatí a americká ekonomika se po dlouhé době musí potýkat s meziročním poklesem spotřeby domácností. Tento trend pokračuje i v roce 2009 a to zejména v jeho prvním kvartále, kdy je naměřen meziroční propad o více než 5 procent.

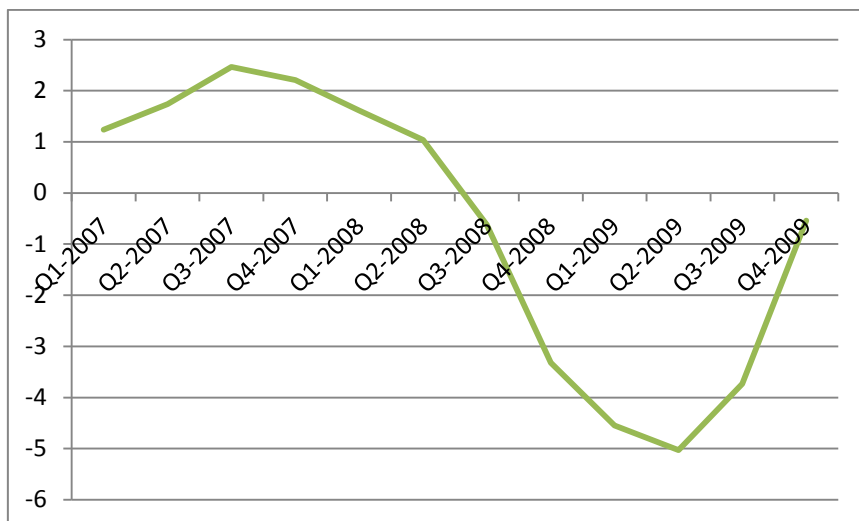


**Obrázek 24: Vývoj osobní spotřeby v USA (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *Personal consumption expenditures* [online]. Economagic.com [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/nipa/t2t3t1l1q>.

Na zpomalení hospodářského růstu se kromě negativního vývoje soukromých výdajů projevil i pokles soukromých investic, ten v roce 2008 činil necelých 10 procent, v prvním čtvrtletí roku 2009 se investice snížily dokonce o více než 46 procent oproti stejnému období v minulém roce.

Vývoj reálného HDP zachycuje obrázek č. 25, kde můžeme jasně sledovat pokles ekonomické aktivity již během druhé poloviny roku 2007, celkově sice ekonomika rostla a to meziročně o 1,9 procenta, ovšem v porovnání s předchozími lety (v roce 2004 činil růst 3,5 procenta, v letech následujících 3,1 a 2,7 procenta) bylo zpomalení více než zřetelné. Již v roce 2008 růst amerického HDP dosáhl záporných hodnot, zatím se ale jednalo pouze o -0,3 procenta. V následujícím roce byl však propad daleko výraznější, v prvním čtvrtletí došlo k meziročnímu poklesu hospodářské výkonnosti o 4,5 procenta a ve druhé čtvrtletí zažila americká ekonomika dlouhodobě největší propad a to o celých 5 procent, celkově v roce 2009 poklesla ekonomika USA o 3 a půl procenta.

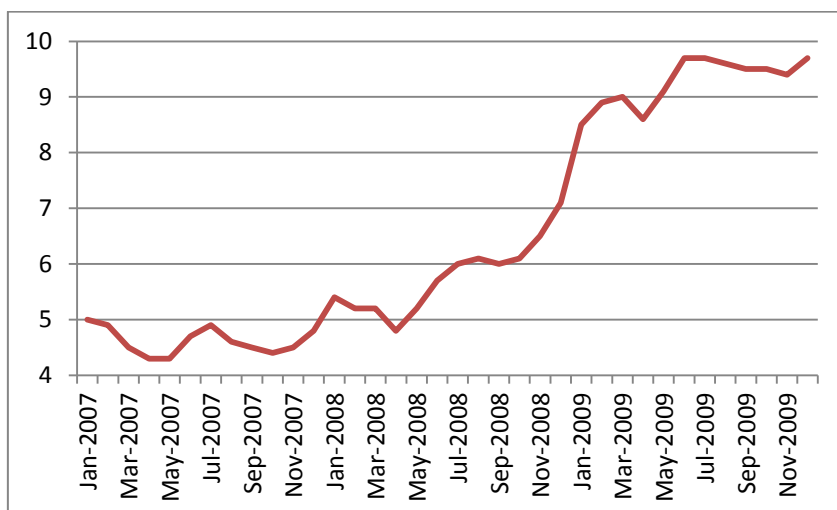


**Obrázek 25: Meziroční růst reálného HDP, USA (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: OECD StatsExtracts [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org>.

#### 4.1.3 Nezaměstnanost

Trh práce v USA procházel během finanční a hospodářské krize složitým obdobím. Zatímco v roce 2007 činila míra nezaměstnanosti ještě stále relativně nízkých 4,6 procenta, o rok později to již bylo 5,8 procenta a k ještě daleko rapidnějšímu růstu nezaměstnanosti docházelo v průběhu roku 2009, když se míra nezaměstnanosti vyšplhala až na 9,3 procenta, v té době bylo nezaměstnaných více než 14 milionů obyvatel USA.



**Obrázek 26: Míra nezaměstnanosti, USA (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: OECD StatsExtracts [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org>.

## 4.2 Dopady na Evropskou unii

### 4.2.1 Hrubý domácí produkt

Globální finanční krize se na hospodářské výkonnosti zemí Evropské unie projevila již v roce 2008, kdy tempo růstu HDP činilo pouhých 0,3. V roce 2009 již ekonomika EU zaznamenala razantní pokles a to o 4,3 procenta. O tom, že se hospodářství zemí EU propadlo do recese se poprvé začalo mluvit během třetího čtvrtletí 2008, když hrubý domácí produkt klesl podruhé za sebou, ve druhém kvartálu o 0,4 a ve třetím o 0,7 procent. Velmi podobnou rychlostí klesala i ekonomika eurozóny, kde se jako první dostalo do recese Irsko a to již ve druhé čtvrtině roku 2008.

Pokud se podíváme na jednotlivé státy EU, tak nejhlubší recesy zaznamenaly Baltské země, když meziroční pokles HDP Lotyšska činil v roce 2009 více než 18 procent, estonská ekonomika v ten samý rok klesla o 14,3 procenta. Naopak nejmírněji dopadla finanční krize na reálnou ekonomiku Polska, zejména díky tomu, že polské HDP je ve velké míře tvořeno domácí poptávkou. Rovněž bankovní systém Polska je velmi stabilní, takže i v době, kdy byla západní Evropa stíhána jedním krachem finančních institucí za druhým, Polsko nezaznamenalo žádné úpadky finančních ústavů.

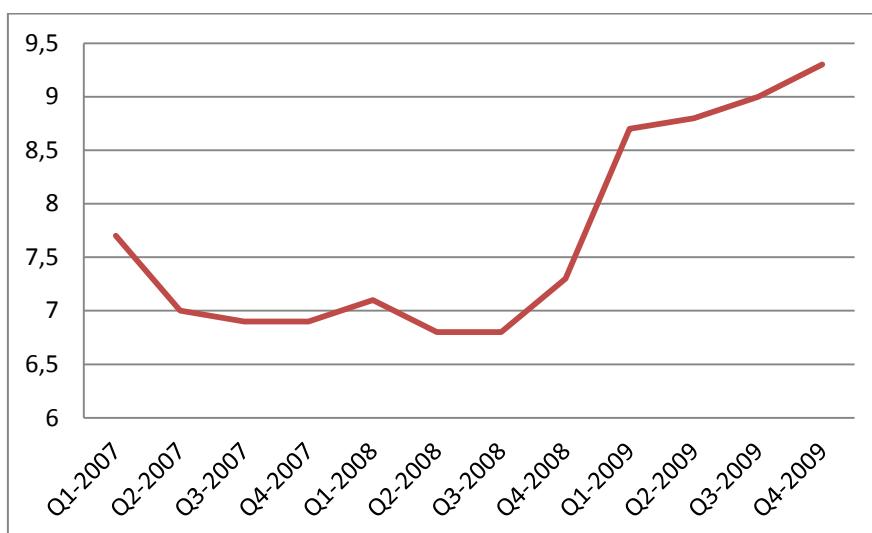


**Obrázek 27: Meziroční růst reálného HDP, EU (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: *OECD StatsExtracts* [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org>.

#### 4.2.2 Nezaměstnanost

Vysoká nezaměstnanost znamená pro Evropskou unii dlouhodobý makroekonomický problém. Od roku 2000 do roku 2005 dosahovala nezaměstnanost v průměru kolem 9 procent. Následující tři roky došlo k jejímu poklesu na 8 procent v roce 2006 a 7 procent v letech 2007 a 2008. Na trhu práce se tedy krize projevila s mírným časovým zpožděním, a to až v roce 2009, kdy byl zaznamenán nárůst na 9 procent, nezaměstnanost v EU rostla i v dalším roce a to na 9,6 procenta. Z jednotlivých zemí na tom bylo nejhůře Španělsko, kde v roce 2009 nezaměstnanost činila 18 procent, naopak nejlépe na tom bylo Norsko se 3,2 procenty.



**Obrázek 28: Míra nezaměstnanosti, EU (v procentech)**

*Zdroj: Vlastní zpracování z: OECD StatsExtracts [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org>.*

#### 4.2.3 Akciové trhy

Nejen americké, ale i Evropské akciové trhy lámaly ve svých propadech rekordy. Celá situace je jasně vidět na obrázku č. 29., který znázorňuje vývoj indexu Dow Jones EURO STOXX 50, hlavního evropského burzovního indexu, který zahrnuje 50 nejúspěšnějších společností. V průběhu první poloviny roku 2008 byl vývoj tohoto indexu velmi turbulentní, od druhé poloviny téhož roku můžeme jasně sledovat jeho prudký pád, ten se



zastavil na konci první čtvrtiny roku 2009, když 9. března dosáhl svého minima. Od svého maxima z prosince 2007 tak ztratil více než 60 procent své hodnoty.



**Obrázek 29: Vývoj indexu Dow Jones EURO STOXX 50**

Zdroj: Yahoo! Finance [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>.

### 4.3 Dopady na Českou republiku

Česká republika měla to štěstí, že její bankovní systém nebyl finanční krizí přímo poškozen. Vzhledem k minimálním investicím do sekuritizovaných instrumentů byl podíl toxických aktiv v držení bank minimální, stejně tak nijak razantně nestoupala ani míra nesplacených úvěrů.<sup>75</sup> Celkově tedy lze finanční a bankovní sektor ČR hodnotit jako relativně stabilní a jen velmi málo finančních institucí se tak muselo potýkat s vážnými existenčními problémy.

---

<sup>75</sup> SINGER, M. *Česká ekonomika a krize* [online]. Česká národní banka, 2010 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20100409\\_conseq.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100409_conseq.pdf).

#### 4.3.1 Hrubý domácí produkt

Velký problém pro českou ekonomiku však představoval pokles zahraniční poptávky po její produkci. Hospodářský růst v ČR byl v letech před krizí tažen (kromě přímých zahraničních investic) převážně právě vnější poptávkou po exportech.<sup>76</sup> Pokles HDP v zemích, které představovaly pro Českou republiku hlavní obchodní partnery, vedl ve svém důsledku k poklesu poptávky po produkci českých firem. Zřetelný propad zahraniční poptávky, který se promítl do snížení exportu, můžeme sledovat v tabulce č. 7.

**Tabulka 7: Výše exportu ČR (v mld. Kč)**

Rok	2007	2008	2009
Výše exportu	2479,2	2473,7	2138,6

*Zdroj: Vlastní zpracování z: ČSÚ. Česká republika v číslech 2011. Zahraniční obchod [online]. Český statistický úřad, 12. 12. 2011 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/t/5A004C24C0/\\$File/14091108.pdf](http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/t/5A004C24C0/$File/14091108.pdf).*

Vzhledem k tomu, že se v případě České republiky jedná o malou a velmi otevřenou ekonomiku, snížení vývozu se vzápětí projevil i ve zpomalení hospodářského růstu. Firmy, které musely v reakci na útlum zahraniční poptávky redukovat svoji produkci, zaznamenaly nižší zisky, což rovněž promítlo do snížení mezd. Tyto nižší mzdy pak dále zapříčinily pokles spotřebních výdajů domácností.

Kromě negativního vývoje v případě zahraniční poptávky se na propadu HDP v ČR projevil i horší přístup domácností a firem k bankovním úvěrům. Banky se i přes relativní stabilitu českého bankovního systému rozhodly zpřísnit úvěrové standardy, horší dostupnost úvěrů tak vedla jak k nižší investiční aktivitě tak rovněž i k dalšímu snižování spotřeby, což mělo vliv na další pokles celkového produktu. Vývoj HPD České republiky je zachycen na obrázku č. 30., kde je jasně vidět dramatický propad přibližně od třetí třetiny roku 2008, koncem téhož roku se již česká ekonomika nachází v hluboké recesi.

---

<sup>76</sup> Národní ekonomická rada vlády. *Závěrečná zpráva* [online]. Vláda České republiky, 2009 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/dulezite-dokumenty/zaverecna-zprava-NE RV.pdf>.

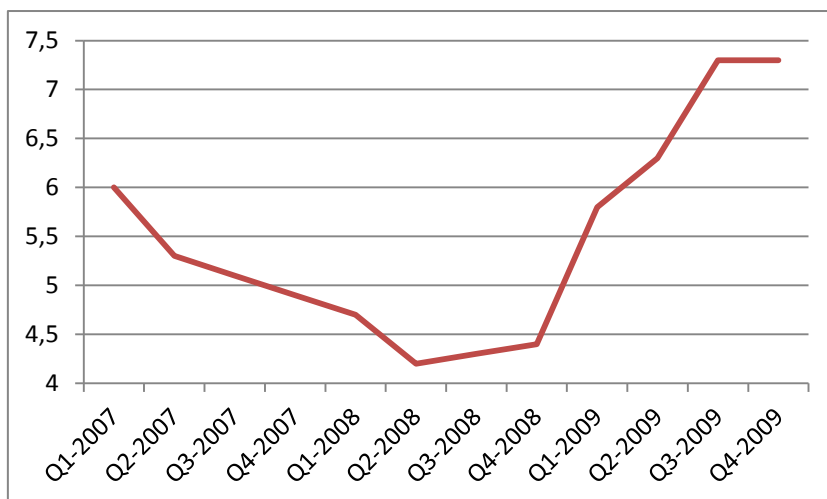


**Obrázek 30: Meziroční růst reálného HDP, Česká republika (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: OECD StatsExtracts [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org>.

#### 4.3.2 Nezaměstnanost

Finanční krize se projevila i na českém trhu práce, zatímco zpomalení ekonomické výkonnosti můžeme zaznamenat už během druhé poloviny roku 2008, nezaměstnanost roste až během roku 2009, kdy se ovšem z necelých 5 procent vyšplhala až na téměř 7,5 procenta. Vzestup nezaměstnanosti byl způsoben krachem nejméně konkurenceschopných podniků, ovšem i mnoho dalších podniků, musely své zaměstnance propouštět v důsledku klesající poptávky po jejich produkci.



**Obrázek 31: Míra nezaměstnanosti, Česká republika (v procentech)**

Zdroj: Vlastní zpracování z: OECD StatsExtracts [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org>.

### 4.3.3 Akciové trhy

Imunní vůči dopadům finanční krize nebyl ani český akciový trh, zatímco v roce 2007 se index Pražské burzy cenných papírů (index PX) nacházel na svém historickém maximu, od poloviny roku 2008 jsme již svědky k jeho prudkému poklesu, meziročně tak došlo k více než padesátiprocentnímu propadu a tento trend pokračoval nadále až do března následujícího roku, kdy se index PX dotkl svého dna. Padal i index RM systému, který od roku 2007 meziročně poklesl o více než čtyřicet procent.



**Obrázek 32: Vývoj indexu Pražské burzy**

Zdroj: Kurzy světových burz[online]. Akcie.cz [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/kurzy-svet/>.

## **5. Prevence finanční krize**

Obsahem této závěrečné kapitoly je analýza preventivních opatření, které by měly přispět k stabilizaci finančního sektoru a ekonomického prostředí. Podstatou a cílem těchto opatření je snaha předejít vzniku finančních krizí globálního charakteru v budoucnu.

### **5.1 Přísnější pravidla pro banky, regulace finančního sektoru**

V souvislosti s nedávnou finanční krizí se ukázalo, že banky nejsou schopny rizika vyhodnotit samy, respektive je podceňují. Proto je podle mého názoru potřeba přísnější regulace celého bankovního sektoru.

Byl to právě bankovní sektor, který stál v epicentru finanční krize a svým chováním se podílel na jejím vzniku a prohloubení. Banky nejenže vědomě a cíleně poskytovaly úvěry nízkopříjmovým domácnostem, u kterých byla velká pravděpodobnost nesplácení, ale ve velké míře se zapojovaly i do velmi rizikových obchodů s instrumenty vzniklými v rámci sekuritizace. Když pak v USA propukla hypoteční krize, které se posléze přeměnila v krizi finanční, mnoho bankovních domů nebylo schopno čelit svým finančním potížím, snížená mezibankovní důvěra a zamrznutí bankovních úvěrů ve svém důsledku velkým dílem přispělo k celosvětové hospodářské recesi.

Posílení odolnosti bank proti otřesům na trzích by tedy mělo být hlavním cílem protikrizových opatření. Na banky, pojišťovny i investiční společnosti by měly být kladeny přísnější pravidla týkající se kapitálových požadavků. Každá banka by měla mít k dispozici takové množství kapitálu, aby jím byla schopna krýt rizika, do kterých vstupuje, došlo by tak k eliminaci problémů vyplývajících ze ztrátových úvěrů a dalších pohledávek. V souvislosti s tím již centrální bankéři schválili nové standardy týkající se přiměřenosti kapitálu, tzv. Basel III. Na základě těchto pravidel budou muset banky držet mnohem více kapitálu proti svým rizikovým aktivům, což by také mělo znamenat méně rizikových obchodů. Mimo jiné dojde i k velmi důležitému posílení krytí u sekuritizovaných

transakcí.<sup>77</sup> Novinkou je zavedení tzv. proticyklických kapitálových polštářů, které mají formu rezerv vytvářených bankami v dobrých časech ekonomického růstu, tyto rezervy pak budou moci být použity v méně příznivých časech, základním cílem těchto polštářů je zamezit propadu úvěrové nabídky v období poklesu ekonomické aktivity.

Celkově je otázka zlepšení stability, transparentnosti a důvěry ve finanční sektor velmi intenzivně řešena již od propuknutí finanční krize v roce 2008. Státy Evropské unie se zaměřily především na zkvalitnění regulace finančního sektoru, jelikož podle řady odborníků měla tuto krizi na svědomí právě nedostatečná regulace. Na základě této myšlenky byly na začátku roku 2011 zřízeny čtyři nové evropské regulační orgány. Jedná se o Evropský orgán pro bankovnínictví, Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění, Evropský orgán pro cenné papíry a trhy a Evropská rada pro systémová rizika. Jak je patrné již z jejich názvů, základním smyslem těchto orgánů je provádět dohled nad bankami, pojišťovnami a trhy cenných papírů, upozorňovat na možná ohrožení a v případě krizové situace budou moci dokonce i pozastavit obchodování s určitými produkty. Úkolem Evropské rady pro systémová rizika je především odhalit a upozornit na rizika, která mohou ohrozit finanční trh a zároveň i celou ekonomiku.<sup>78</sup>

K zajištění stability bankovního sektoru by měly přispět v současné době po celém světě široce praktikované zátěžové testy bank. Cílem těchto virtuálních testů je posoudit odolnost bankovních institucí vůči různým ekonomickým rizikům. Banky se v rámci testů musejí vyrovnávat například s propadem akciových trhů, ale i s nesplácením jimi

---

<sup>77</sup> LAUŠMANOVÁ, M. Basel III může pozitivně ovlivnit řízení bank. *Bankovnínictví* [online]. iHNed.cz, 7. 2. 2011 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-50251200-basel-iii-muze-pozitivne-ovlivnit-rizeni-bank>.

<sup>78</sup> *Dohled nad finančními trhy: EU vypustila hlídací psy* [online]. EurActiv.cz, 4. 1. 2011 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/dohled-nad-financnimi-trhy-eu-vypustila-hlidaci-psy-008302>.

poskytnutých úvěrů. Posuzuje se jak kapitálová přiměřenost, tak i likvidita.<sup>79</sup> U bank, které zátěžovými testy neprošly a jsou nuceny přijmout nezbytná opatření, zejména ve formě navýšení kapitálu.

## **5.2 Zpřísnění dohledu nad ratingovými agenturami, kvalitnější ratingy**

Mezi hlavní viníky finanční krize jsou odbornou veřejností zařazovány i ratingové agentury, které nebyly schopny správně odhadnout rizikovost cenných papírů vzniklých na základě sekuritizace. Řada investic do těchto cenných papírů tak byla učiněna právě na základě vysokých ratingů, o to pak bylo větší překvapení a ztráty investorů, když cenné papíry ohodnocené nejvyšším hodnocením AAA v podstatě kompletně ztratily jakoukoli hodnotu.

Vzhledem k významné úloze, kterou ratingové agentury v současnosti na finančních trzích hrají, je zásadní, aby se zamezilo podobným pochybením v budoucnu. Kritika se snáší například na metody a modely, které jsou používány při posuzování rizik, je tedy nutné, aby se kvalita těchto metodik zlepšila.

Další problém, který se v souvislosti s ratingovými agenturami objevil, je otázka konfliktu zájmů, do kterého se můžou dostat vzhledem k tomu, že rating cenných papírů platí emitenti, nikoli investoři. Proto mohlo docházet a docházelo k situacím, kdy agentury připisovaly rizikovým cenným papírům vyšší ratingy než by mělo odpovídat realitě a to s cílem udržet si stávající a získat nové zákazníky. Zamezit tomuto neetickému chování a zajistit větší transparentnost a důvěryhodnost ratingů by měla povinnost ratingových agentur zveřejňovat postupy a modely, které při hodnocení použily.

---

<sup>79</sup> *Zátěžovými testy neprošlo osm evropských bank* [online]. Česká televize, 15. 7. 2011 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/130294-zatezovymi-testy-neproslo-osm-evropskych-bank/>.

Zároveň by měly být agentury více odpovědné za ratingy, které poskytují. Pokud by totiž vydala neadekvátní hodnocení a poškodila tak investora, která se na rating spoléhal, měl by mít poškozený subjekt možnost vzniklou škodu vymáhat před soudem. I toto by mělo agentury motivovat k větší snaze při udílení ratingů.

Pomoci by mohlo i zřízení určitého orgánu, který by na činnosti agentur dohlížel a hodnotil jejich činnosti, tento orgán by poté mohl vydávat svá vlastní hodnocení jednotlivých agentur, které by se odrazily na jejich důvěryhodnosti, zároveň by tento kontrolní orgán mohl i udílet určité sankce. Hovoří se i o vlastní ratingové agentuře Evropské unie, kterou by neměli financovat investoři.

### **5.3 Finanční vzdělávání**

Svou roli na vzniku finanční krize globálních rozměrů měla v jistém smyslu i nevzdělanost občanů v oblasti úvěrů a půjček. Byly to sice banky, které levné půjčky poskytovaly a zároveň uvolnily podmínky pro poskytování úvěrů, pokud by však spotřebitelé byli seznámeni se všemi riziky a nástrahami finančního trhu, například by věděli, že při zvýšení úrokových sazeb mohou splátky úvěrů stoupnout až do takové výše, že nebude možno je splácet z běžného rozpočtu domácnosti, mnoho z nich by určitě možnost snadno dosažitelné půjčky odmítlo. Banky by sice přišly o určité zisky, které jim tato expanze úvěrů mezi zejména méně movité občany přinesla, zároveň by se ale vyhnuly problémům, které s sebou přináší jejich hromadné nesplácení. Nedošlo by ani k tak masivnímu rozmachu úvěrových derivátů typu CDO nebo by alespoň tyto cenné papíry nepředstavovaly zdaleka tak rizikovou investici, a to z toho hlediska, že by v průměru byly podloženy daleko kvalitnějšími aktivy. Prevence v oblasti finančního vzdělávání je tedy určitě cestou, jak zamezit přehnanému zadlužování společnosti a problémům z toho plynoucích.

Mělo by tedy být v zájmu státu, aby se domácnosti orientovaly v problematice spotřebitelských úvěrů a půjček. Stát by se tedy měl podílet na zvyšování finanční gramotnosti a to například formou seminářů či kampaní. Zároveň by se mělo finanční vzdělávání mnohem intenzivněji zařadit do výuky na základních i středních školách.



Každý by měl být schopen odhadnout rizika plynoucí z půjčky, měl by být seznámen se sankcemi v případě nesplacení úvěru. Stát by se rovněž měl zasadit o zvýšení transparentnosti úvěrů, aby nedocházelo k situacím, kdy lidé nebudou rozumět detailům smluv nebo nebudou věnovat pozornost důležitým informacím psaným však ve smlouvám pouze drobným písmem. Poskytovatelé půjček by rovněž měli být nabádáni k tomu, aby prakticky demonstrovali situaci splacení úvěru, aby dlužník přesně věděl, kolik peněz bude muset na splacení úvěru vynaložit.

Celkově lze sice říci, že by samotné finanční vzdělávání vzniku další krize zřejmě nezabránilo, ovšem minimálně by mohlo pomoci zamezit nezdravému zadlužování, které se stalo fenoménem předkrizových let a jednou z hlavních příčin.

## Závěr

Hlavním cílem práce bylo rozebrat a zanalyzovat příčiny a dopady poslední globální finanční krize, která má svůj původ v hypoteční krizi Spojených států amerických a následně se přelila do dalších sektorů ekonomiky a do dalších zemí. Analýza příčin jasně poukázala na fakt, že k vyvolání krize přispěla celá řada faktorů. Následná hospodářská recese jasně poukázala na propojenost finančních trhů s reálnou ekonomikou.

Za roznětku krize považujeme splasknutí bubliny na trhu s americkými nemovitostmi. Proto je rozsáhlá část práce věnována analýze příčin, které vedly k jejímu nafouknutí. Je zdůrazněna role americké centrální banky, která v roce 2001 ve snaze s hrozící recesí snižovala úrokové sazby a odstartovala tak masivní úvěrovou expanzi. Lehká dostupnost finančních prostředků, levné úvěry a státní programy na podporu bydlení odstartovaly boom na americkém trhu s bydlením a bublina se začala nafukovat. Finanční ústavy velmi rády půjčovaly i nízkopříjmovým subjektům, díky sekuritizaci mohla jít veškerá opatrnost stranou a objem nekvalitních úvěrů vesele rostl. Investoři z celého se na základě hodnocení ratingových agentur nebály své finanční prostředky vložit ani do silně rizikových CDOs obsahující subprime hypotéky.

Během let 2004 až 2006 byl zaznamenán růst úrokových sazeb, vlastníci domů z nízkopříjmových skupin nebyly schopni své úvěry splácet, v roce 2007 bublina splaskla. Nesplácení hypotečních úvěrů způsobilo problémy řadě jejich poskytovatelů. Další ztráty finanční instituce realizovaly v souvislosti s investicemi do CDOs navázaných na tyto rizikové hypotéky. Mezi finančními subjekty se začala šířit nedůvěra, protože nikdo nevěděl, kdo a v jaké míře drží „toxický odpad“.

Celá situace vyústila v krizi likvidity a objevily se první bankroty. Došlo k ztížení úvěrových podmínek a poklesu v objemu nově poskytnutých úvěrů. Firmy, které nemohly získat úvěry na financování své běžné činnosti, musely omezovat svou výrobu a propouštět zaměstnance. Rostoucí nezaměstnanost, klesající příjmy, nedostupnost nových úvěrů a problémy s nesplácením těch starých, to všechno se projevilo v klesající spotřebě domácností. Krize dopadla i na státy s relativně stabilním bankovním systémem, řada

z nich utrpěla zejména skrze klesající zahraniční poptávku, což byl i případ České republiky. Problémy finančního trhu se tak postupně přelily i do reálné ekonomiky a během let 2008 a 2009 byla ve většině světových ekonomik zaznamenána stagnace či recese.

Vzhledem ke škodám, které globální finanční krize způsobila, je zcela zásadní zamezit opakování podobné krize v budoucnosti. Pozornost je zaměřena na zpřísnění regulace a zkvalitnění dohledu nad finančním sektorem. Ústředním cílem je zajistit větší stabilitu finančního systému. Kroky jsou podnikány v oblasti kvality a kvantity kapitálu v bankovním sektoru. Zvýšená regulace čeká jak ratingové agentury tak i některé doposud velmi nedostatečně regulované finanční trhy. Pokud budou jednotlivá opatření správně nastavena, měla by přinést jak vyšší odolnost finančního sektoru, tak stabilitu světové ekonomiky.

## Seznam použité literatury

BAŽANTOVÁ, I., et al. *Morální hazard: vymezení, příčiny a důsledky*. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2010. ISBN: 978-80-246-1823-4.

BELTRAN, Daniel O. and CHARLES P. Thomas. Could Asymmetric Information Alone Have Caused the Collapse of Private-Label Securitization? *International Finance Discussion Papers* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2010 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/1010/ifdp1010.htm>.

BOROVÍČKA, J. Ekonomické bubliny. *Pinus bloguje* [online]. Pinus@chicago [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://pinus.bloguje.cz/881052-ekonomicke-bubliny.php>.

Cenný papír zajištěný hypotékami. *Slovník investora* [online]. iPoint [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.ipoint.cz/skola-investora/slovník-investora/181-cenny-papir-zajisteny-hypotekami-mortgage-backed-security-mbs/>.

Collateralized Debt Obligation. *Finance a management* [online]. Středoevropské centrum pro finance a management [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://finance-management.cz/080vypisPojmu.php?X=Collateralized+Debt+Obligation+CDO&IdPojPas s=87>.

ČERVINEK, P., et al. Evropské finanční systémy 2009, *Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference* [online]. Brno: Masarykova univerzita, 2009 [vid. 2012-04-22]. ISBN: 978-210-4882-9. Dostupné z: <http://is.muni.cz/do/econ/sborniky/2009/evropske-financi-systemy-2009.pdf>.

ČSÚ. Česká republika v číslech 2011. *Zahraniční obchod* [online]. Český statistický úřad, 12. 12. 2011 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/t/5A004C24C0/\\$File/14091108.pdf](http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/t/5A004C24C0/$File/14091108.pdf).

*Dohled nad finančními trhy: EU vypustila hlídací psy* [online]. EurActiv.cz, 4. 1. 2011 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/dohled-nad-financnimi-trhy-eu-vypustila-hlidaci-psy-008302>.

*European Securitisation* [online]. Sifma: Invested in America [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.sifma.org/uploadedfiles/research/statistics/statisticsfiles/sf-europe-issuance-afme-sifma.xls>

*Federal funds effective rate* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Output.aspx?rel=H15&series=40afb80a445c5903ca2c4888e40f3f1f&lastObs=&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn>.

Flow of Funds Accounts of the United States. *Federal Reserve Statistic Release* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/>.

Flow of Funds Accounts of the United States. *Federal Reserve Statistic Release* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1r-2.pdf>.

Flow of Funds Accounts of the United States: 1975-1984. *Federal Reserve Statistic Release* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1975-1984.pdf>.

Flow of Funds Accounts of the United States: 2005-2010. *Federal Reserve Statistic Release* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2010.pdf>.

Flow of Funds Accounts of the United States: Fourth Quarter 2011. *Federal Reserve Statistic Release* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 8. 3. 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>.

FOSTER, John B., F. MAGDOFF. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. ISBN: 978-80-902831-1-4.

*Global CDO Issuance. Statistics and data pertaining to financial markets and the economy* [online]. Sifma: Invested in America [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/SF-Global-CDO-SIFMA.xls>.

HORÁČEK, F. *Finanční krize zasáhla už desítky bank* [online]. iDnes.cz, 30. 9. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://ekonomika.idnes.cz/financni-krize-zasahla-uz-desitky-bank-dhh/-eko-zahranicni.aspx?c=A080930\\_162750\\_eko-zahranicni\\_fih](http://ekonomika.idnes.cz/financni-krize-zasahla-uz-desitky-bank-dhh/-eko-zahranicni.aspx?c=A080930_162750_eko-zahranicni_fih).

*Houses sold by region* [online]. United States Census Bureau [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.census.gov/const/soldann.pdf>.

KAMENÍKOVÁ, B., A. SKOPALÍK. Převod rizik pomocí Sekuritizace. *4. mezinárodní konference Řízení a modelování finančních rizik* [online]. Ostrava: Vysoká škola báňská, 2008 [vid. 2012-04-22]. <http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/ekf/konference/cs/okruhy/rmfr/rocnik-2008/prispevky/dokumenty/Kamenikova.Skopalik.pdf>.

KLVAČOVÁ, E., K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ a J. SEREGHYOVÁ. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009, s. 38. ISBN: 978-80-7431-012-6.

KOHOUT, P. *Co je motorem hospodářského růstu* [online]. Blog.aktuálně.cz, 9. 10. 2007 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>.

KOHOUT, P. *Finance po krizi – Evropa na cestě do neznáma*. 3. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN: 978-80-247-4019-58.

KOVANDA, L. *Bush je „čistej“, krizi nezavinil* [online]. Týden.cz, 30. 1. 2009. [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://kovanda.blog.tyden.cz/clanky/2647/bush-je-cistej-krizi-nezavinil-paul-de-grauwe-podruhe.html>.

KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN: 978-80-7021-984-3.

KUNEŠOVÁ, H., E. CIHELKOVÁ et al. *Světová ekonomika – nové jevy a perspektivy*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN: 80-7179-455-4.

*Kurzy světových burz* [online]. Akcie.cz [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/kurzy-svet/>.

LAUŠMANOVÁ, M. Basel III může pozitivně ovlivnit řízení bank. *Bankovníctví* [online]. iHNed.cz, 7. 2. 2011 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-50251200-basel-iii-muze-pozitivne-ovlivnit-rizeni-bank>.

*Median and Average Sales Prices of New Homes Sold in United States* [online]. United States Census Bureau [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.census.gov/const/uspriceann.pdf>.

MEZŘICKÝ, V., et al. *Perspektivy globalizace*. 2. vyd. Praha: Portál, 2011. ISBN: 978-80-7367-846-3.

MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. ISBN: 978-80-251-2527-7.

Mortgage-X: Mortgage Information Service [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: [mortgage-x.com](http://mortgage-x.com).

MUSÍLEK, P. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis* [online], Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 4, č. 4, s. 6-20 [vid. 2012-04-14]. ISSN 1802-2200. Dostupné z: [http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc\\_2008-4\\_020.pdf](http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf).

MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN: 978-80-86929-70-5.

Národní ekonomická rada vlády. *Závěrečná zpráva* [online]. Vláda České republiky, 2009 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/dulezite-dokumenty/zaverecna-zprava-NERV.pdf>.

OECD StatsExtracts [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org>.

Percent Change From Preceding Period in Real Gross Domestic Product. *National Income and Product Accounts Table* [online]. Bureau of Economic Analysis, 2012 [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=1&ViewSeries=NO&Java=Yes&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1997&LastYear=2004&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no#Mid>.

*Personal consumption expenditures* [online]. Economagic.com [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/nipa/t2t3t111q>.

Securitization.net [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.securitization.net>.

*Sekuritizace – novodobý globální trend s následky krize* [online]. Finanční noviny, 29. 4. 2010 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://www.financninoviny.cz/zpravy/sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/469901&id\\_seznam=1031](http://www.financninoviny.cz/zpravy/sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize/469901&id_seznam=1031).



Selected Interest Rates. *Statistic Releases and Historical Data* [online]. Board of Governors of the Federal Reserve System [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>.

SHILLER, Robert J. *Investiční horečka: Iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. ISBN: 978-80-247-2482-9.

SINGER, M. *Česká ekonomika a krize* [online]. Česká národní banka, 2010 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20100409\\_conseq.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100409_conseq.pdf).

SPIILKA, J. *Rating jako zdroj informací*. [online]. Měšec.cz, 6. 4. 2007 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/rating-jako-zdroj-informaci/>.

*Statistics and data pertaining to financial markets and the economy* [online]. Sifma: Invested in America [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>.

STUHLÍK, J. *Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti* [online]. Peníze.cz, 14. 9. 2009 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financi-propasti>.

ŠVIHLÍKOVÁ, I. *Globalizace a krize – Souvislosti a scénáře*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2010. ISBN: 978-80-87461-01-3.

TŮMA, A. *Jak ekonomové počítali, až se přepočítali...* [online]. Finmag, 9. 3. 2009 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/penize/jak-ekonomove-pocitali-az-se-prepocitali/>.

VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Aspi, 2007, s. 495. ISBN: 80-7357-297-4.

Yahoo! Finance [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>.

*YCharts* [online]. [vid. 2012-04-27]. Dostupné z: <http://ycharts.com/>.

*Zátěžovými testy neprošlo osm evropských bank* [online]. Česká televize, 15. 7. 2011 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/130294-zatezovymi-testy-neproslo-osm-evropskych-bank/>.

ZELENÝ, M. Geneze celosvětové krize. *Atlas transformace* [online]. Monument transformace [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.monumenttotransformation.org/atlas-transformace/html/g/geneze-celosvetove-krize/geneze-celosvetove-krize.html>.

ZEMÁNEK, J. *Hypoteční krize v USA: Příčiny, průběh, následky* [online]. Euroekonom, 10. 3. 2008 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>.

ZIKA, M. *Trh s nemovitostmi je největší bublina v historii* [online]. Peníze.cz, 23. 6. 2005 [vid. 2012-04-22]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/investice/17385-trh-s-nemovitostmi-je-nejvetsi-bublina-v-historii>.